

**Erikoissijoitusrahastoon sijoittamista koskeva sopimus:
Sitooko allekirjoitettu merkintälomake sijoittajaa?**

Helsingin yliopisto,
Oikeustieteellinen tiedekunta
Sopimusoikeus
Pro gradu -tutkielma
Toukokuu 2018
Tekijä: Santeri Jusslin
Ohjaaja: Petra Sund-Norrgård
14.5.2018



Tiedekunta/Osasto Fakultet/Sektion – Faculty Oikeustieteellinen tiedekunta		Laitos/Institution – Department	
Tekijä/Författare – Author Santeri Jusslin			
Työn nimi / Arbetets titel – Title Erikoissijoitusrahastoon sijoittamista koskeva sopimus: sitooko allekirjoitettu merkintälomake sijoittajaa?			
Oppiaine /Läroämne – Subject Sopimusoikeus			
Työn laji/Arbetets art – Level Pro gradu -tutkielma		Aika/Datum – Month and year Toukokuu 2018	Sivumäärä/ Sidoantal – Number of pages XVIII + 85 + vii
<p>Tiivistelmä/Referat – Abstract</p> <p>Tutkimuksessa tarkastellaan suomalaisia erikoissijoitusrahastoja koskevien ammattimaisten sijoittajien tekemien merkintätoimeksiantoja sopimusoikeudellisesta näkökulmasta. Tutkimusmetodi on lähes yksinomaan oikeusdogmaattinen, mutta se sisältää myös otteita <i>de sententia ferenda</i> -tyyppisestä tutkimuksesta. Näin on siksi, etteivät oikeuslähteet tai -kirjallisuus kykene tarjoamaan yksiselitteistä vastausta siihen, mikä voimassa olevan oikeuden kanta allekirjoitetun merkintälomakkeen sitovuuteen on. Tämä johtaa yleisten oikeusperiaatteiden ja reaalisten argumenttien käyttämiseen osana tutkimusta.</p> <p>Tutkielman tutkimustehtävänä on selvittää vallitsevaa kansallista oikeustilaa rahaston ja rahastoon sijoittavan henkilön välisen oikeussuhteen syntymisen osalta. Tarkoituksena on selvittää erityisesti allekirjoitetun merkintälomakkeen sopimusoikeudellista sitovuutta voimassa olevan oikeuden mukaan. Tutkimuksen tavoitteena on vastata siihen, ketkä ovat rahastosijoittamista koskevan sopimuksen osapuolet. Ensin ratkaistaan kysymys siitä, onko erikoissijoitusrahasto oikeussubjekti vai edustaako sitä ulkopuolisiin nähden rahastoyhtiö. Toiseksi tutkitaan, muodostaako allekirjoitettu merkintälomake sopimuksen sijoittajan ja rahastoyhtiön välille ja mikä on tämän sopimuksen keskeinen sisältö. Tutkimuksessa esitetään hypoteesi, että osapuolten välille on syntynyt inter partes sitova sopimus rahastosijoittamisesta, mikäli rahastosijoitusta koskeva merkintälomake on allekirjoitettu, vaikkei merkintäsummaa olisikaan maksettu.</p> <p>Suomessa oli tutkimusaineiston keräämisen aikaan (31.12.2017) rekisteröity 129 erikoissijoitusrahastoa, joista 113 rahaston dokumentaatio oli julkisesti saatavilla. Tätä aineistoa tarkastelemalla voidaan saada käsitys siitä, miten velvoittavaksi rahastoyhtiöt ovat määritelleet rahastomerkintää koskevan tahdonilmaisun. Tarkastelun kohteena ovat olleet ensisijaisesti ne rahastot, joita markkinoidaan pääasiassa ammattimaisille sijoittajille. Aineisto on kerätty rahastoyhtiöiden verkkosivuilta. Pääsääntöisesti erikoissijoitusrahastot ovat luonteeltaan avoimia, mutta markkinoilla on myös ns. <i>single investor fund</i> -tyyppisiä ammattimaisille sijoittajille suunnattuja rahastoja. Tyypillisesti tällaisten rahastojen dokumentaatio ei ole julkisesti saatavilla. Pyydettyä tämännä aineiston pitäisi olla rahastoyhtiöiltä saatavilla. Tämän tutkimuksen kannalta puuttumaan jääneiden 16 erikoissijoitusrahaston dokumentaatiota ei ole pyydetty erikseen, sillä niiden ei katsottu tuovan olennaista lisäarvoa muutoinkin kattavaan aineistoon.</p> <p>Tutkimuksen johtopäätös on, että sijoittajan allekirjoittama merkintälomake voidaan tapauskohtaisesti ja tiettyjen edellytysten vallitessa tulkita konstituoivan häntä sitovan rahastosopimuksen, jonka sisältönä on sijoituksen tekeminen tiettyyn erikoissijoitusrahastoon. Näin syntyvän sopimuksen ehdot määräytyvät pääsääntöisesti yleisien sopimusehtojen asemassa sovellettavien kyseisen erikoissijoitusrahaston sääntöjen ja rahastoesitteen sekä erikseen osapuolten kesken sovitettujen ehtojen mukaan. Sopimusvapautta rajoittaa rahastoyhtiön velvollisuus kohdella rahasto-osuudenomistajia ja sellaiseksi aikovia henkilöitä tasapuolisesti. Oikeuskäytännössä on linjattu, että yhdenvertaisuusperiaate edellyttää rahastoyhtiön noudattavan kaikessa toiminnassaan johdonmukaisia ja asiakkaiden yhdenvertaisuutta kunnioittavia lähtökohtia. Tapauskohtaisesti sopimuksen ehtoista jää riippumaan, mikä merkitys allekirjoitetulla merkintälomakkeella sopimusoikeudellisesti on.</p> <p>Tätä kirjoitettaessa vireillä on sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus. Uudistuksen myötä muun muassa erikoissijoitusrahastoa koskeva sääntely ehdotetaan siirrettäväksi sijoitusrahastolaista vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain yhteyteen. Uudistuksella ei kuitenkaan nähdä olevan vaikutusta rahastomerkintöjä koskevaan kansalliseen oikeustilaan, jota tässä tutkimuksessa tutkitaan.</p> <p>Tutkimuksessa on seurattu Suomen lainsäädäntöä 11. toukokuuta 2018 säädöskokoelmaan 361/2018 asti.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords AIF, AIFM, erikoissijoitusrahasto, merkintä, merkintälomake, rahasto, rahastoyhtiö, sopimus, sopimuksen syntyminen, vaihtoehtorahasto, yhdenvertaisuusperiaate			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited Helsingin yliopiston kirjasto			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			

Sisältö

Lähteet	III
Kirjallisuus	III
Virallislähteet	VIII
Oikeuskäytäntö	IX
Muut lähteet	IX
Lyhenteet	XVII
1. Johdanto	1
1.1 Tutkimuksen tausta	1
1.2 Tutkimuskysymys	6
1.3 Tutkimusmenetelmä	11
1.4 Tutkimusaineisto	12
1.5 Tutkimuksen rakenne	14
2. Erikoissijoitusrahaston viitekehys	16
2.1 Erikoissijoitusrahaston oikeudellinen rakenne	16
2.1.1 Oikeudellinen muoto	16
2.1.2 Rahastoyhtiön ja sijoittajan välinen oikeussuhde	20
2.2 Rahastomerkintää ohjaavat normit	24
2.2.1 SRL:n ja AIFML:n mukainen tiedonantovelvollisuus	24
2.2.2 Erikoissijoitusrahaston säännöt	27
2.2.3 Rahastoesite	30
2.2.4 Merkintälomake	32
2.3 Sopimussuhteen osapuolet	34
2.3.1 Rahastoyhtiö	34
2.3.2 Sijoittaja	36
2.4 Rahastomerkintä	38
2.4.1 Sijoitusrahasto-osuus	38
2.4.2 Rahasto-osuuksien merkintä	38
3. Sopimuksen syntyminen	43
3.1 Yleistä sopimuksen syntymisestä	43
3.1.1 Sääntelykohde	43
3.1.2 Sopimusvapaus	44
3.1.3 Oikeuslähdeoppi	46

3.2 Teorioita sopimuksen syntymisestä	48
3.2.1 Tahtoteoria	48
3.2.2 Luottamusteoria.....	51
3.2.3 Normiteoria	54
3.2.4 Sopimuksen perustavat oikeustositseikat	61
3.2.5 Tarjous – vastaus -mekanismi ja rahastomerkintä	65
3.3 Rahastomerkintää koskevan sopimuksen sisältö	69
3.3.1 Rahastomerkintää koskeva sopimus	69
3.3.2 Sijoitusrahaston säännöt yleisinä sopimusehtoina	73
3.3.3 Merkinnän sitovuutta koskevat määräykset rahastodokumentaatiassa.....	76
4. Johtopäätökset	81
Liite 1: Sijoitusrahastolista 31.12.2017	i
Liite 2: Merkintälomake Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy	iii
Liite 3: Merkintälomake Capman	vi

Lähteet**Kirjallisuus**

- Aarnio 1976 Aarnio, Aulis. Teoreettisen tutkimuksen merkityksestä oikeustieteelle. *Lakimies*, s. 547–581. 1976.
- Aarnio – Kangas 2016 Aarnio, Aulis; Kangas, Urpo. Suomen jäämistöoikeus I Perintöoikeus. 6., uudistettu painos. Talentum Pro. Helsinki, 2016.
- Andrews 2016 Andrews, Neil. Arbitration and Contract law: Common Law Perspectives. Switzerland: Springer, 2016.
- Annola 2015 Annola, Vesa. Sopimustulkinta: Teoria, vaiheet, menettely. Vaasa, 2015.
- Carlsson ym. 2014 Carlsson, Maria; Fogelholm, Christian; Herler, Casper; Krook, Åsa; Lindqvist, Asko; Merikalla-Teir, Heidi; Syrjänen, Jani; Tuominen, Sami; von Weissenberg, Ulla. Sopimusriskit. Alma Talent Oy. Helsinki 2014.
- Grönfors 1993 Grönfors, Kurt. Avtalsgrundande rättsfakta. Nerenius & Santérus Förlag Ab. Göteborg, 1993.
- Halila – Hemmo 2008 Halila, Heikki; Hemmo, Mika. Sopimustyyppit. Talentum. Helsinki, 2008.
- Harju – Syyrilä 2001 Harju, Ilkka; Syyrilä, Jarkko. Sijoitusrahastolainsäädäntö. WSOY Lakitieto. Helsinki, 2001.
- Havansi 1969 Havansi, Erkki. Tunteeko Suomen oikeus ns. reaalisopimuksia? *LM* 1969, s. 379–416.

- Hemmo 1998 Hemmo, Mika. Sopimus ja delikti. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki, 1998.
- Hemmo 2003 I Hemmo, Mika. Sopimusoikeus I. Talentum. Helsinki, 2003.
- Hemmo 2003 II Hemmo, Mika. Sopimusoikeus II. Talentum, Helsinki 2003.
- Hidén – Ruotsalainen 2014 Hidén, Paulus; Ruotsalainen, Henri. Vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain soveltamisalasta. DL 3/2014, s. 367–391.
- Hirvonen 2011 Hirvonen, Ari. Mitkä metodit?: opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17. Sähköinen julkaisu. Helsinki, 2011. <URL: https://issuu.com/arihirvonen/docs/mitk_metodit_paino>. Viitattu 1.11.2017
- Hoppu 2004 Hoppu, Kari. Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. Alma Talent. Helsinki, 2004.
- Husa, ym. 2010 Husa, Jaakko; Mutanen, Anu; Pohjolainen, Teuvo. Kirjoitetaan juridiikkaa. 2010.
- Kaisto 2001 Kaisto, Janne. Sopimusvapaus, laki ja maksusuoja. Helsinki, 2001.
- Kaisto 2005 Kaisto, Janne. Lainoppi ja oikeusteoria: oikeusteorian perusteista aineellisen varallisuus oikeuden

näkökulmasta. Edita. Helsinki, 2005. <URL: www.edilex.fi/lakikirjasto/4430>. Viitattu 2.2.2018.

- Karhu 2008
Karhu, Juha. Lojaliteettiperiaate sopimusoikeudessa – oikeudellista peruskartoitusta. Teoksessa Juhlajulkaisu Leena Kartio 1938 – 30/8 – 2008. Toimittanut Pekka Vihervuori – Mika Hemmo – Eva Tammi-Salminen. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Helsinki, 2008.
- Kari 2014
Kari, Markus. Rahastosäätely uudistuu: Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista. DL 1/2014, s. 60–84.
- Kartio 2001
Kartio, Leena. Esineoikeuden perusteet. Kauppakaari. Helsinki, 2001.
- Kolehmainen 2005
Kolehmainen, Esa. Sopimuksen synty ja normiteoria. Business Law Forum 2005. Edita Publishing Oy, Helsinki 2005. Julkaistu myös Edilexissä 26.10.2006.
- Lauriala 2008
Lauriala, Jari. Rahoitusstrategia – modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet. WSOYpro. Helsinki, 2008.
- Lautjärvi 2015
Lautjärvi, Kari. Välipääomarahoitusinstrumentit. Yhtiöoikeudellinen tutkimus vieraan pääoman ehtoisen välipääomarahoitajan asemasta osakeyhtiössä. Talentum. Helsinki, 2015.
- Mononen 2004
Mononen, Marko. Onko sopimusoikeudessamme yhtenäistä vastuuperustetta? LM 7–8/2004, s. 1379–1397.

- Muukkonen 1956 Muukkonen, P.J. Sopimusvapauden käsitteestä. LM 1956, s. 601–612.
- Norros 2007 Norros, Olli. Vastuu sopimusketjussa. WSOYpro. Helsinki, 2007.
- Norros 2009 Norros, Olli. Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. WSOYpro. Helsinki, 2009.
- Norros 2012 Norros, Olli. Velvoiteoikeus. Talentum Media. Helsinki, 2012. Käytetty samansisältöistä vuonna 2014 ilmestynyttä e-kirjaa Talentum verkkokirjahylly.
- Norros 2018 Norros, Olli. Velvoiteoikeus. Alma Talent Oy. Helsinki, 2018. Käytetty samansisältöistä vuonna 2018 ilmestynyttä e-kirjaa Talentum verkkokirjahyllyssä. <URL: <https://verkkokirjahylly-almatalent-fi/teos/BACBIXIUG>>. Viitattu 16.3.2018
- Rudanko 1998 Rudanko, Matti. Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki, 1998.
- Puttonen – Repo 2011 Puttonen, Vesa; Repo, Eljas. Miten sijoitan rahastoihin? Alma Talent Oy. Helsinki, 2011.
- Pönkä 2008 Pönkä, Ville. Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta. Edita. Helsinki, 2008.
- Pöyhönen 2003 Pöyhönen, Juha. Uusi varallisuus-oikeus. Talentum. Helsinki, 2003.

- Saarnilehto 2005 Saarnilehto, Ari. Pääasiat velvoitteesta. WSOY. Helsinki, 2005.
- Saarnilehto 2009 Saarnilehto, Ari. Sopimusoikeuden perusteet. Helsinki, 2009.
- Salo 2016 Salo, Marika. Sijoittamisen ohjaaminen: Sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa. Alma Talent Oy. Helsinki, 2016.
- Siivonen 2016 Siivonen, Ville. Vaihtoehtorahastojen hoitajan johdon huolellisuusvelvollisuus ja vahingonkorvausvastuu. OTM-tutkielma, helmikuu 2016.
- Siltala 2003 Siltala, Raimo: Oikeustieteen tieteenteoria. Helsinki, 2003.
- Sund-Norrgård 2016 Sund-Norrgård, Petra. Franchising in Finland – Lessons Learned from a Multiple Case Study. JFT 3/2016 s. 261–304.
- Telaranta 1953 Telaranta, K.A. Varallisuus oikeudellinen tahdonilmaisu. WSOY. Porvoo, 1953.
- Telaranta 1990 Telaranta, K.A. Sopimusoikeus. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki, 1990.
- Turtiainen 2004 Turtiainen, Matti. Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Edita Publishing Oy. Helsinki 2004. Julkaistu myös Edilexissä 20.10.2005 <URL:www.edilex.fi/lakikirjasto/2682.pdf>. Viitattu 13.11.2017.

Wilhelmsson 2008	Wilhelmsson, Thomas. Vakiosopimus ja kohtuuttomat sopimusehdot. Helsinki, 2008.
Wuolijoki 2007	Wuolijoki, Sakari. Sijoitusrahasto-osuuden panttaus. DL 3/2007, s. 406–418.
Zitting 1953	Zitting, Simo. Kirja-arvostelu teoksesta Telaranta, K.A.: Varallisuusosoikeudellinen tahdonilmaisu, Porvoo 1953. LM 1953, s. 975–990.

Virallislähteet

HE 238/1986 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta
HE 202/1998 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta
HE 102/2006 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi kiinteistörahastolain ja sijoitusrahastolain sekä eräiden niihin liittyvien lakien muuttamisesta.
HE 94/2013 vp	Hallituksen esitys eduskunnalle vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi.
Prop 2002/03:150	Regeringens proposition 2002/03:150 En ny lag om investeringsfonder. Riksdagen, Sverige.

Oikeuskäytäntö

HelHo 16.1.2017,
tuomio nro 36

Helsingin hovioikeus 16.1.2017, tuomio nro 36, Diaarinumero
S15/2742.

KKO 2006:71

KKO 2009:45

KKO 2010:23

KKO 2011:6

Muut lähteet

Barclays, July 2011

Barclays Capital. Hedge Fund Pulse. Managed accounts:
The new normal? <URL:
[http://www.managedfunds.org/wp-
content/uploads/2011/08/HF-Pulse-Managed-Accounts-
July-2011-Letter.pdf](http://www.managedfunds.org/wp-content/uploads/2011/08/HF-Pulse-Managed-Accounts-July-2011-Letter.pdf)>. Viitattu 19.1.2018.

CapMan Collection

Erikoissijoitusrahaston säännöt

Eufex Rahastohallinto Oy. Capman Collection

Erikoissijoitusrahaston säännöt. <URL:
[https://www.elitevarainhoito.fi/sites/default/files/Erikois
sijoitusrahaston%20saannot1.pdf](https://www.elitevarainhoito.fi/sites/default/files/Erikoissijoitusrahaston%20saannot1.pdf)>. Viitattu 5.5.2018.

Capman merkintälomake
26.9.2017.

Merkintälomake yhteisöille – Erikoissijoitusrahasto
CapMan Nordic Property Income Fund. Capman Real
Estate Oy. <URL:
[http://www.capman.fi/static/studio/file/dl/i/PGmbLQ/Oz
TfTazj1YcRpgxWwixHw/171127_CMNPIMerkintlom
akepaketti_yhteisiasiakkaat.pdf](http://www.capman.fi/static/studio/file/dl/i/PGmbLQ/OzTfTazj1YcRpgxWwixHw/171127_CMNPIMerkintlomakepaketti_yhteisiasiakkaat.pdf)>. Viitattu 25.3.2018.

ESMA/2015/1235

ESMA. ESMA's opinion to the European Parliament,
Council and Commission and responses to the call for
evidence on the functioning of the AIFMD EU passport

and of the National Private Placement Regimes. 30 July, 2015. ESMA/2015/1235. <URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-1235_opinion_to_ep-council-com_on_aifmd_passport_for_publication.pdf>. Referred to on March 3rd, 2018.

Erikoissijoitusrahasto Aktia
Commodity rahastokohtaiset
säännöt

Erikoissijoitusrahasto Aktia Commodity rahasto-
kohtaiset säännöt. Aktia Rahastoyhtiö Oy. <URL: <https://www.aktia.fi/documents/10556/158583/Erikoissijoitusrahasto+Aktia+Hyödyke+15022016.pdf/fe8f7412-7c4e-45ab-90e4-4318e8607d5e>>. Viitattu 6.5.2018.

Erikoissijoitusrahasto Danske
Invest Eliksir säännöt

Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Eliksir säännöt.
Danske Invest Rahastoyhtiö oy. <URL: https://www.danskeinvest.fi/w/show_download.hent_fra_arkiv?p_vId=eliksir_fi%20regulations_2015-08-06_clean.pdf>. Viitattu 5.5.2018.

Erikoissijoitusrahasto Elite
Vuokratuotto rahastoesite

Erikoissijoitusrahasto Elite Vuokratuotto rahastoesite.
Elite Rahastohallinto Oy. <URL: https://www.elitevarainhoito.fi/sites/default/files/EliteVuokratuotto_PROSP_FIN.pdf>. Viitattu 12.5.2018

Erikoissijoitusrahasto Elite
Vuokratuotto säännöt

Erikoissijoitusrahasto Elite Vuokratuotto säännöt. Elite
Rahastohallinto Oy. <URL: https://www.elitevarainhoito.fi/sites/default/files/EliteVuokratuotto_Rules_FIN.pdf>. Viitattu 11.5.2018.

Erikoissijoitusrahasto eQ Euro
Investment Grade Indeks
säännöt

Erikoissijoitusrahasto eQ Euro Investment Grade
Indeksi säännöt. eQ Rahastoyhtiö Oy.
<https://www.eq.fi/~media/files/funds/eq-euro->

[investment-grade-indeksi/eq-euro-investment-grade-indeksi-säännöt-01-2015.pdf](#)> Viitattu 6.5.2018.

Erikoissijoitusrahasto Evli Factor Premia säännöt	Erikoissijoitusrahasto Evli Factor Premia säännöt. EVLI-Rahastoyhtiö Oy. <URL: https://www.evli.com/fund/pdf/s_efp_fi.pdf >. Viitattu 6.5.2018.
Erikoissijoitusrahasto HCP Black säännöt	Erikoissijoitusrahasto HCP Black säännöt 14.12.2015. Helsinki Capital Partners Rahastoyhtiö Oy. <URL: https://www.helsinkicapitalpartners.fi/hcp-black/ >. Viitattu 4.4.2018.
Erikoissijoitusrahasto HCP Focus säännöt	Erikoissijoitusrahasto HCP Focus säännöt 14.12.2015. Helsinki Capital Partners Rahastoyhtiö Oy. <URL: https://www.helsinkicapitalpartners.fi/hcp-focus/ >. Viitattu 4.4.2018.
Erikoissijoitusrahasto HCP Quant säännöt	Erikoissijoitusrahasto HCP Quant säännöt 14.12.2015. Helsinki Capital Partners Rahastoyhtiö Oy. <URL: https://www.helsinkicapitalpartners.fi/hcp-quant/ >. Viitattu 4.4.2018.
Erikoissijoitusrahasto Investium Kiinteistövarainhoito säännöt	Erikoissijoitusrahasto Investium Kiinteistövarainhoito säännöt. Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy ja Investium Oy. <URL: http://www.investium.fi/files/Kiinteistövarainhoito%20säännöt%2018102017.pdf >. Viitattu 6.5.2018.
Erikoissijoitusrahasto Investium Osakevarainhoito säännöt	Erikoissijoitusrahasto Investium Osakevarainhoito säännöt. Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy ja Investium Oy. <URL:

<http://www.investium.fi/files/Osakevarainhoito%20säännöt%2018102017.pdf>>. Viitattu 11.5.2018.

Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola Sijoituskiinteistöt -rahastoesite	Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola Sijoituskiinteistöt -rahastoesite. LähiTapiola Kiinteistöpääomarahastot Oy <URL: http://public.egate.fi/lahitapiola/lahivakuutus/fi/tiedostot/215178/ >. Viitattu 6.5.2018.
Erikoissijoitusrahasto UB Metsä rahastoesite	Rahastoesite Erikoissijoitusrahasto UB Metsä 8.6.2017. UB Rahastoyhtiö Oy. <URL: http://cdn.unitedbankers.fi/wp-content/uploads/2017/06/UB-Metsa-Rahastoesite-12-6-17.pdf?v=20180405 >. Viitattu 5.4.2018.
Erikoissijoitusrahasto UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt rahastoesite	Rahastoesite Erikoissijoitusrahasto UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt 31.3.2017. UB Rahastoyhtiö Oy. <URL: http://cdn.unitedbankers.fi/wp-content/uploads/2016/04/UB-Pohjoismaiset-Liikekiinteistöt-Rahastoesite-040417.pdf?v=20180405 >. Viitattu 5.4.2018.
Erikoissijoitusrahasto UB Reaaliomaisuus säännöt	Erikoissijoitusrahasto UB Reaaliomaisuus säännöt. UB Rahastoyhtiö Oy. <URL: http://unitedbankers.fi/wp-content/uploads/2017/03/UB-Reaaliomaisuusrahasto-säännöt_31052017.pdf >. Viitattu 11.5.2018.
Estlander & Partners Rahastoesite 12.2.2018	Rahastoesite erikoissijoitusrahastot Estlander & Partners Dynamic, Freedom, Presto ja Resources 12. Helmikuu 2018. Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy. <URL: https://estlanderpartners.fi/sijoitustuotteemme/rahastojen-merkinta-ja-lunastus/ >. Viitattu 12.2.2018.

Estlander & Partners merkintälomake 7.3.2018	Merkintälomake 07MAR2018. Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy. <URL: https://estlanderpartners.fi/sijoitustuotteemme/rahastojen-merkinta-ja-lunastus/ >. Viitattu 13.3.2018.
eQ Rahastojen ja erikoissijoitusrahastojen yhteiset säännöt	eQ Rahastojen ja erikoissijoitusrahastojen yhteiset säännöt, sivut 3–6 dokumentissa Erikoissijoitusrahasto eQ Eurooppa Aktiivi säännöt. eQ Rahastoyhtiö Oy. <URL: https://www.eq.fi/~media/files/funds/eq-eurooppa-aktiivi/eq-eurooppa-aktiivi-saannot.pdf >. Viitattu 12.5.2018.
FIM Rahastot -rahastoesite 12.2.2018	FIM Rahastot -rahastoesite 12.2.2018. FIM Varainhoito Oy. <URL: https://dokumentit.s-pankki.fi/tiedostot/fimrahastot_rahastoesite_fi >. Viitattu 5.5.2018.
FIVA 3/2011	Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 3/2011: Sijoitusrahastotoiminnan järjestäminen ja menettely- tavat, annettu 15.12.2011, voimaan 1.1.2012. Muutettu 1.12.2016. Diaarinumero: FIVA 19/01.00/2016 <URL: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/2011_03/03_2011.M5.pdf >. Viitattu 2.3.2018.
FIVA 15/2013	Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 15/2013: Finanssipalveluiden ja -tuotteiden markkinointi. Annettu 1.7.2013, päivitetty 11.7.2017, voimaan 1.10.2017. Diaarinumero: FIVA 6/01.00/2012 <URL: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/2013_15/15_2013.M3.pdf > Viitattu 4.4.2018.

FIVA 18.10.2011	UCITS IV -direktiivi – keskeinen sisältö ja sen vaikutukset. Finanssivalvonta, 18.10.2011. <URL: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmät/Documents/Johanna_Orndahl_UCITS_IV_direktiivi_FINVA_18102011.pdf > Viitattu 2.3.2018
FIVA:n Standardi 2.4	Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet, Standardi 2.4. Asiakkaan tunteminen – rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estäminen. Annettu 22.6.2000. Diaarinumero 2/101/2010. <URL: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/2.4.std6.pdf > Viitattu 4.4.2018.
FIVA:n valvottavat 24.3.2018	Finanssivalvonnan valvottavat ajantasainen luettelo. <URL: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Fiva/Valvottavat/Pages/Valvottavat.aspx > Viitattu 24.3.2018
New hedge fund hotel awaits those wanting to escape to the mountains	New hedge fund hotel awaits those wanting to escape to the mountains. Verkkoartikkeli. <URL: http://www.opalesque.com/55766/IFIT/New_hedge_fund_hotel_awaits_those_wanting961.html >. Viitattu 5.5.2018.
Pörssisäätiö 2015	Pörssisäätiö. Sijoitusrahasto-opas. 2015. <URL: http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2015/05/sijoitus_rahasto_opas_2015_b.pdf >. Viitattu 2.2.2018.
Sijoitusrahastojen lukumäärät 31.12.2017	Suomen Pankki: Sijoitusrahastojen lukumäärät rahastotyypeittäin. <URL: https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/taulukot/sira-taulukot-fi/sijoitusrahastojen-lukumaara-rahastotyypeittain/ > Viitattu 1.4.2017.

Sijoitusrahastojen yhteenlaskettu tase 31.12.2017	<p>Suomen Pankki: Sijoitusrahastojen yhteenlaskettu tase.</p> <p><URL: https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/taulukot/sira-taulukot-fi/sijoitusrahastojen_tase_fi/> Viitattu 8.2.2018.</p>
Sijoitusrahastolista 31.12.2017	<p>Sijoitusrahastolista 31.12.2017, päivitetty 28.2.2018.</p> <p>Suomen Pankki. <URL: https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/sijoitusrahastolista/>. Viitattu 13.3.2018.</p>
Sijoitusrahastotiedote 1.2.2018	<p>Sijoitusrahastoihin runsaasti sijoituksia vuonna 2017.</p> <p>Sijoitusrahastotiedote. Suomen Pankki, 1.2.2018, 13.00.</p> <p><URL: https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/>. Viitattu 8.2.2018.</p>
OP-Raaka-aine -erikoissijoitus- rahasto säännöt	<p>OP-Raaka-aine -erikoissijoitusrahasto. OP-Rahastoyhtiö Oy. <URL: https://www.op.fi/FI/Sivukansiot/YHTEISET%20SIS%C4LL%D6T/Henkil%F6/S%E4%E4st%F6%20sijoitus/Sijoitusrahastot/Suomi/S%E4%E4nn%F6t/OP%20Raaka-aine%20s%E4%E4nn%F6t.pdf>. Viitattu 6.5.2018.</p>
SRL-työryhmämuistio 2018	<p>Valtiovarainministeriö. Sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus Työryhmämuistio.</p> <p>Valtiovarainministeriön julkaisu 5/2018.</p> <p>Valtiovarainministeriö. Helsinki 2018. Julkaistu 15.3.2018. <URL: https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/c5089933-f5b7-423c-9e95-812b4149089f/120263d9-14ff-42e9-96ce-</p>

9b0b17352b25/LAUSUNTOPYYNTO_2018031511100
1.PDF>. Viitattu 5.4.2018.

Suomen Pankki,
 sijoitusrahastojen rahasto-
 osuusvelan jakautuminen
 omistajasektoreille 31.12.2017

Sijoitusrahastojen rahasto-osuusvelan jakautuminen
 omistajasektoreille 31.12.2017. <URL:
[https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/
 taulukot/sira-taulukot-
 fi/sij_rah_osuus_velan_jakautuminen_omistajasektoreill
 e_fi/](https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/taulukot/sira-taulukot-fi/sij_rah_osuus_velan_jakautuminen_omistajasektoreille_fi/)>. Viitattu 1.4.2018.

UB:n yleinen rahastoesite

Rahastoesite 30.3.2017. United Bankers Rahastoyhtiö
 Oy. <URL: [https://unitedbankers.fi/wp-
 content/uploads/2017/03/UB-
 Rahastoesite_31032017.pdf](https://unitedbankers.fi/wp-content/uploads/2017/03/UB-Rahastoesite_31032017.pdf)>. Viitattu 5.4.2018.

VM111:00/2016

Arviomuistio sijoitusrahastolainsäädännön uudistami-
 sesta, VM111:00/2016, 2.11.2016.
 Valtiovarainministeriö. <URL:
[https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/c5089933-f5b7-
 423c-9e95-812b4149089f/08f22ea5-7f73-4b3e-a3c6-
 1a75d7313b7d/LAUSUNTOPYYNTO_2016110210150
 1.PDF](https://api.hankeikkuna.fi/asiakirjat/c5089933-f5b7-423c-9e95-812b4149089f/08f22ea5-7f73-4b3e-a3c6-1a75d7313b7d/LAUSUNTOPYYNTO_20161102101501.PDF)>. Viitattu 11.11.2017.

VM 2.11.2016

Tiedote: Sijoitusrahastolain uudistaminen alkamassa –
 nyt voit vaikuttaa. <URL: [http://vm.fi/artikkeli/-
 /asset_publisher/sijoitusrahastolain-uudistaminen-
 alkamassa-nyt-voit-vaikuttaa](http://vm.fi/artikkeli/-/asset_publisher/sijoitusrahastolain-uudistaminen-alkamassa-nyt-voit-vaikuttaa)>. Viitattu 12.1.2018

VM 10.8.2017

Valtiovarainministeriön ehdotus valtion
 talousarvioesitykseksi. <URL:
[http://budjetti.vm.fi/indox/tae/frame_year.jsp?year=201
 8&lang=fi](http://budjetti.vm.fi/indox/tae/frame_year.jsp?year=2018&lang=fi)>. Viitattu 10.8.2017.

Lyhenteet

AIF	Alternative investment fund, vaihtoehtorahasto
AIFM	Alternative investment fund manager, vaihtoehtorahastojen hoitaja
AIFMD	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta. EYVL Nro L 174/1, 1.7.2011, AIFM-direktiivi.
AIFML	Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista 162/2014, AIFM-laki
AML	Arvopaperimarkkinalaki 746/2012
DL	Defensor Legis
EC	European Commission
Engl.	Englanniksi
EU	Euroopan unioni
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
ESMA	European Securities and Markets Authority, eurooppalainen ylikansallinen arvopaperimarkkinaviranomainen
ETA	Euroopan talousalue
FINE	Vakuutus- ja rahoitusneuvonta
FIVA	Finanssivalvonta, entiseltä nimeltään Rahoitustarkastus
HE	Hallituksen esitys eduskunnalle
KIID	Key Investor Information Document (avaintietoesite), UCITS -direktiivin mukaan
KID	Key Information Document (avaintietoasiakirja), PRIIPS-asetuksen mukaan
KKO	Korkein oikeus
KRL	Kiinteistörahastolaki 1173/1997
KYC	Know Your Customer
LM	Lakimies, Suomalaisen lakimiesyhdistyksen aikakauskirja.
MiFID-direktiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY, annettu 21. huhtikuuta 2004, rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja

	neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta.
MiFID II -direktiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta.
Mom	Momentti
NAV	Net Asset Value, rahasto-osuuden arvo
Non-UCITS	Ei sijoitusrahastodirektiivin mukainen sijoitusrahasto. Suomessa erikoissijoitusrahasto ja muissa jäsenvaltioissa jokaisen jäsenvaltion oman lainsäädännön mukainen muu sijoitusrahasto tai vastaava.
OikTL	Laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista 228/1929, oikeustoimilaki.
OK	Oikeudenkäymiskaari (4/1734)
PRH	Patentti- ja rekisterihallitus
PRIIPS	Packaged retail and insurance-based investment products
PRIIPS-asetus	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1286/2014, annettu 26 päivänä marraskuuta 2014, vähittäismarkkinoille tarkoitettuja paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita (PRIIP-tuotteita) koskevista avaintietoasiakirjoista.
Ruots.	Ruotsiksi
SipaL	Sijoituspalvelulaki (747/2012)
SLY	Suomalainen Lakimiesyhdistys ry
SRL	Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48, voimassa oleva laki
UCITS	Undertakings for the collective investment in transferable securities
UCITS IV -direktiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta; myös sijoitusrahastodirektiivi.
VMA	Valtiovarainministeriön asetus
Yhteisomistuslaki	Eräistä yhteisomistussuhteista annettu laki (180/1958)

1. Johdanto

1.1 Tutkimuksen tausta

”Ulkomaiset sijoittajat lisäsivät merkittävästi sijoituksiaan suomalaisiin ja suomalaiset vastaavasti ulkomaisiin rahastoihin.”¹

Näillä sanoilla alkaa helmikuussa 2018 julkaistu sijoitusrahastotiedote, joka kertoo rahastosijoittamisen suosion lisääntymisestä.² Tätä kirjoitettaessa Suomessa oli viimeisimmän tilaston mukaan 522 SRL:n mukaista sijoitusrahastoa, joista 129 oli erikoissijoitusrahastoja.³ Sijoitusrahastojen yhteenlaskettu varallisuus käsittää noin 116,2 miljardia euroa pääomaa.⁴ Vertailun vuoksi rahastoissa olevilla varoilla voitaisiin kattaa Suomen valtion vuoden 2018 budjetin arvioidut menot 2,1 kertaa.⁵ Voidaan siis todeta, että sijoitusrahastoihin on keskittynyt varsin merkittävä määrä varallisuutta ja että niillä on sängen suuri merkitys myös taloudellisesti.

Sijoitusrahastolla tarkoitetaan sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja ja sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia velvoitteita.⁶ Sijoitusrahastoa hoitava rahastoyhtiö kerää yksityishenkilöiltä ja yhteisöiltä varoja yhteen ja sijoittaa ne useisiin eri arvopapereihin, ja tämä kokonaisuus muodostaa sijoitusrahaston.⁷ Kotimaisessa oikeustieteessä on vakiintuneesti katsottu, etteivät sijoitusrahastot ole oikeushenkilöitä, vaan rahastoyhtiöiden hallinnoimia ja osuudenomistajien yhteisesti omistavia varallisuusmassoja.⁸ Sijoitusrahaston omistavat siihen varojaan sijoittaneet rahastosijoittajat eli rahasto-osuudenomistajat. ”Sijoitusrahasto”-sanana tulee sisältyä sijoitusrahaston nimeen, ja SRL 42.1 §:n mukaan ainoastaan SRL:n mukaisista rahastoista voidaan käyttää nimitystä sijoitusrahasto.

Erikoissijoitusrahastolla puolestaan tarkoitetaan legaalimääritelmän mukaan SRL:n mukaan sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja sekä Suomessa vahvistettujen sääntöjen ja SRL 12 luvun

¹ Sijoitusrahastotiedote 1.2.2018.

² Sijoitusrahastotiedote 1.2.2018.

³ Suomen Pankki: Sijoitusrahastojen lukumäärät rahastotyypeittäin, 31.12.2017 sekä Sijoitusrahastolista 31.12.2017.

⁴ Laskettuna vuoden 2017 loppuun. Ks. SRL-työryhmämuistio 2018, s. 36.

⁵ VM 10.8.2017. Suomen valtion menoarvio vuodelle 2018 oli 55,4 mrd EUR.

⁶ Harju – Syyrilä 2001, s. 15. Määritelmä on saman sisältöinen kuin SRL 2 § 2-k:ssa säädetty.

⁷ Lauriala 2008, s. 169.

⁸ Harju – Syyrilä 2001, s. 15. Tähän palataan myöhemmin.

mukaan sijoitettuja varoja sekä niistä aiheutuvia velvoitteita.⁹ Erikoissijoitusrahasto saa SRL 88 §:n mukaisesti rahaston sääntöihin otetuilla määräyksillä poiketa eräistä SRL:n vaatimuksista, jotka koskevat likviditeettiä¹⁰, toisin sanoen jatkuvaa liikkeeseenlaskua ja lunastusvelvollisuutta eli avoimuutta merkinnöille ja lunastuksille (45 § ja 49 §), arvonlaskentaa (48 §), rahasto-osuuden arvon julkaisemista (98.1-2 §) sekä SRL 11 luvussa säädetyistä varojen sijoittamista koskevista velvoitteista. Erikoissijoitusrahaston nimestä on käytävä eksplisiittisesti ilmi kyseessä olevan nimenomaan ”erikoissijoitusrahasto” SRL 42.3 §:n mukaan.¹¹

Sijoitusrahastot yläkäsitteenä voidaan jakaa sääntelyn perusteella tavallisiin *sijoitusrahastoihin* eli niin sanottuihin UCITS-direktiivin mukaisiin UCITS-rahastoihin ja niistä poikkeaviin *erikoissijoitusrahastoihin*.¹² Mahdollista on myös perustaa jaottelu yleisemmälle tasolle ja jakaa rahastot SRL:n mukaisiin tavallisiin sijoitusrahastoihin ja AIFML:n mukaisiin vaihtoehtorahastoihin.¹³ Erikoissijoitusrahastot ovat yksi vaihtoehtorahastojen juridinen muoto, joten ne kategorisoidaan nykyisin myös vaihtoehtorahastojen alle.¹⁴ Käsitteet ovat hajanaisia ja niihin kohdistuu sääntelyn kehittämispaineita.¹⁵ Tässä tutkimuksessa käytetyt käsitteet vastaavat voimassa olevassa lainsäädännössä ja tähänastisessa oikeuskirjallisuudessa esitettyjä käsitteitä.

Rahastosijoittamiselle on tunnusomaista tietyt erityispiirteet, jotka erottavat sen esimerkiksi suorista osakesijoituksista. Lyhyt vertailu esimerkiksi suoraan pörssilistattuun osakkeeseen ja osakerahastoon¹⁶ tehdyn sijoituksen välillä havainnollistaa keskeisiä eroavaisuuksia. Suoran osakesijoituksen tehdessään sijoittaja omistaa suoraan kohteena olevaa yhtiötä ja saattaa olla oikeutettu käyttämään määräysvaltaa yhtiötä koskevassa päätöksenteossa yhtiöjärjestyksessä määrä-

⁹ He 94/2013 vp, s. 9. Nykyään FIVA ei enää vahvista erikoissijoitusrahaston sääntöjä, vaan riittävää on, että rahastoyhtiön hallitus vahvistaa ne päätöksellään ja toimittaa FIVA:lle tiedoksi SRL 43 a §:n 1 mom:n mukaan.

¹⁰ Likviditeetillä tarkoitetaan rahasto-osuuden merkintöjen ja lunastusten toteuttamisen taajuutta eli toisin sanoen sitä, kuinka likvidistä rahastosta on sijoittajan näkökulmasta kyse. Tämä käsite on sijoitusrahasto-alalla vakiintunut.

¹¹ HE 59/1996, s. 54. Lain esitoissa on esitetty, että erikoissijoitusrahaston nimestä tulisi ilmetä, millä tavalla rahasto poikkeaa tavallisesta sijoitusrahastosta. Käytännössä tämä ero ilmenee sanan ”erikoissijoitusrahasto” pakollisena käyttämisenä, joka tekee selväksi kyseisen rahaston poikkeavan tavallisesta sijoitusrahastosta.

¹² Lauriala 2008, s. 169.

¹³ Pörssisäätiö 2015, s. 7. SRL 2.1 § 2 ja 2 a -kohdat sekä AIFML2:1. AIFML:n myötä erikoissijoitusrahasto on myös vaihtoehtorahasto.

¹⁴ HE 94/2013 vp, s. 194; VM111:00/2016, s. 7; SRL-työryhmämuistio 2018, s. 60 (hallituksen esitysluonnoksen sivu 58).

¹⁵ VM111:00/2016, s. 8, 21–23.

¹⁶ Osakerahastolla tarkoitetaan pääasiassa varansa osakkeisiin rahaston säännöissä määrättyjä painotuksia ja sijoitussääntöjä noudattaen sijoittavia rahastoja, ks. Lauriala 2008, s. 169.

tyllä tavalla. Kyse on tällöin oman pääoman ehtoista sijoituksesta yhtiöön.¹⁷ Suora osakesijoittaminen on siis sijoittajan näkökulmasta aktiivista sijoittamista; sijoittajalla on myös päätösvalta sijoituksen realisoimisesta ja vastuu yhtiötä koskevan informaation seuraamisesta. Sen sijaan rahasto-osuudenomistajien asema suhteessa itse rahastoon¹⁸ taikka kyseessä olevan osakerahaston sijoituskohteisiin on eri asemassa.¹⁹ Vaikka rahasto-osuudenomistajat omistavat määräosaisesti rahaston ja sen omaisuuden, heillä ei kuitenkaan ole suoraa määräysvaltaa siihen, miten, milloin ja mihin rahaston varat sijoitetaan.²⁰ Vastaavasti rahastosijoittaja ei myöskään saa määräysvaltaa rahaston sijoituskohteisiin, esimerkiksi osakerahaston kohdalla sen tekemiin osakesijoituksiin tai niiden tuottamaan määräysvaltaan kohdeyhtiöissä.²¹ Rahaston sijoituksia koskeva päätäntävalta kuuluu rahastoyhtiölle ja ammattimaiselle salkunhoitajalle, joiden tehtävä on rahaston sääntöjä noudattaen sijoittaa rahaston varat sekä huolehtia muutoinkin heille lain mukaan kuuluvista tehtävistä.²²

Sijoitusrahastoon sijoittaminen on sijoittajan näkökulmasta passiivista sijoittamista.²³ On kuitenkin huomattava, että sijoittajalle de lege tarjottava rahastoa koskeva informaatio, kuten kuukausiraportit, puolivuotiskatsaukset ja vuosikertomukset, sinänsä antaa mahdollisuuden seurata rahaston menestystä ja sen kohteena olevia sijoitusinstrumentteja.²⁴ Siten myös rahastosijoittaja voi halutessaan seurata aktiivisesti sijoitustensa arvonkehitystä ja rahaston toimintaa. Nykyisin monien rahastojen seuranta on mahdollista myös sähköisesti, mikä on joissakin tapauksissa korvannut rahastoyhtiöiden julkaisemia kuukausittaisia sijoittajaraportteja tai puolivuositain julkaistavia

¹⁷ Lauriala 2008, s. 242–244.

¹⁸ Tässä yhteydessä käytetään tietoisesti rahasto-sanaa, jolla viitataan niin tavalliseen sijoitusrahastoon kuin erikoissijoitusrahastoon, sillä sanottu on sovellettavissa mutatis mutandis kumpaankin.

¹⁹ Ks. myös Pörssisäätiö 2015, s. 8 ja 28.

²⁰ Harju – Syyrilä 2001, s. 16–17.

²¹ Usein määräysvallan käyttämisestä on määrätty myös sijoitusrahaston säännöissä, joissa sen käyttäminen on voitu kieltää, koska rahasto voi omistaa huomattavankin määrän jostakin yhtiöstä, eikä rahastotoiminnan tarkoituksena ole ohjata yhtiöiden toimintaa. Ks. esim. Estlander & Partners Rahastoesite 12.2.2018, s. 20: ”Rahastoyhtiö tai Salkunhoitaja ei pyri aktiiviseen omistajaohjauspolitiikkaan.”. Myös pörssisäätiö 2015, s. 8.

²² HE 238/1986 vp, s. 5–6. Ks. Harju – Syyrilä 2001, s. 57.

²³ HE 238/1986 vp, s. 4–5. Ensimmäistä sijoitusrahastolakia koskevan lain esitöissä rahastosijoittamisesta käytetään merkitystä arvopaperisäästämisestä, joka antaa kuvan passiivisesta varojen säilyttämisestä ja kohtuulliseen tuottoon tähtäävästä toiminnasta. Näin ollen rahastosijoittamista voidaan luonnehtia passiiviseksi verrattuna esimerkiksi osakesijoittamiseen. Ks. myös Pörssisäätiö 2015, s. 6. Harju – Syyrilä 2001, s. 127.

²⁴ Lauriala 2008, s. 171. Merkityksellisiä ovat erityisesti SRL 94 §:ssä säädetty puolivuotiskatsaus ja SRL 96 §:ssä säädetty vuosikertomus. Nämä dokumentit kuuluvat rahastoyhtiön raportointivaatimuksiin, joilla pyritään vähentämään informaation epäsymmetriaa rahasto-osuudenomistajien ja rahastoyhtiön välillä.

puolivuotiskatsauksia; vähintäänkin sähköiset palvelut täydentävät sijoittajaviestintää.²⁵ Voidaan siis todeta informaation saatavuuden ja avoimuuden kasvaneen, mikä tekee rahastosijoittamisesta entistä houkuttelevampaa. Lisäksi rahastosijoittamisen helppous luo sijoittajalle hajauttamismahdollisuuksia olemassa olevien mahdollisten sijoitusten oheen.

Lyhyt katsaus finanssialan lainsäädäntöön osoittaa, että finanssialalla oikeudellinen norminanto on hyvin voimakasta, ja suuria lainsäädännöllisiä uudistuksia tapahtuu taajaan; etenkin vuoden 2008 finanssikriisiä seuranneina vuosina sääntelyä on annettu kiihtyvällä vauhdilla. Vuoden 2011 heinäkuussa voimaan astunut UCITS IV-direktiivi eli sijoitusrahastodirektiivi toi merkittäviä uudistuksia tavanomaisten sijoitusrahastojen sääntelyyn.²⁶ Sijoitusrahastodirektiivin mukaiset rahastot ovat kuitenkin lähtökohtaisesti tämän tutkimusaiheen ulkopuolelta, minkä johdosta UCITS IV direktiiviä ei käsitellä enemmälti.

Sääntely ei jäänyt siihen, vaan vuoden 2011 heinäkuussa annettu AIFMD-direktiivi merkitsi uudentyyppisen Euroopan laajuisen rahastosääntelyn aikakautta. AIFMD:n johdosta annettiin Eduskunnalle 457-sivuinen hallituksen esitys vaihtoehtorahaston hoitajia koskevan kansallisen lainsäädännön valmistelemiseksi.²⁷ Vaihtoehtoisella sijoitusrahastolla tai lyhyemmin vaihtoehtorahastolla tarkoitetaan AIFMD 4 artiklan 1 a kohdan mukaan sellaisia yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä, niiden alarahastot mukaan luettuina, jotka hankkivat pääomaa useilta sijoittajilta sijoittaakseen ne määritellyn sijoituspolitiikan mukaisesti kyseisten sijoittajien eduksi ja joilta ei edellytetä UCITS-direktiivin mukaista toimilupaa. Vastaavasti direktiivin 4 artiklan 1 b kohdassa on määritelty AIFM, jolla tarkoitetaan oikeushenkilöitä, joiden säännöllistä liiketoimintaa on vaihtoehtorahastojen hoitaminen. Vaihtoehtorahaston hoitamisella puolestaan tarkoitetaan AIFMD:n liitteen 1 kohdan 1 mukaisesti vähintään salkunhoidon tai riskienhallinnan harjoittamista. Direktiivin keskeisimmät säännökset implementointiin kotimaiseen AIFML:iin, jonka kohteena on vaihtoehtorahaston hoitaja itse vaihtoehtorahaston sijasta tai sen ohella. AIFML tuli voimaan 15.3.2014. AIFM-sääntely on olennaisesti lisännyt rahastoyhtiön velvollisuuksia ottamatta huomioon erilaisia kansallisia erityispiirteitä. Ylikansallisen sääntelyn rinnalla

²⁵ Puttonen – Repo 2011, s. 75. Esimerkiksi Bloomberg-uutistoimiston verkkosivuilla www.bloomberg.com on saatavilla paljon tietoa sijoitusrahastoista ja niiden arvonkehityksestä. Myös monet rahastoyhtiöt julkistavat sijoitusrahastojensa arvoja myös suoraan verkkosivuillaan.

²⁶ FIVA 18.11.2011.

²⁷ HE 94/2013 vp.

rahastotyyppikohtainen kansallinen sääntely säilyi, mikä ylläpitää edelleen sijoitusrahastojen eroja ETA-valtioiden välillä.²⁸

Finanssialan suurin lainsäädännöllinen uudistus vähään aikaan oli MiFID II -sääntelyn voimaantulo 3.1.2018. Sääntelykokonaisuus koostuu I-tason MiFID-direktiivistä ja siihen olennaisesti liittyvästä MiFIR-asetuksesta sekä niiden alla olevista II-tason täydentävistä yhteensä lähes 30:stä direktiivistä ja asetuksesta sekä III-tason lähinnä teknisestä sääntelystä. Koska MiFID II -sääntely koskee ensi sijassa sijoituspalveluyrityksiä, tässä tutkimuksessa on pyritty tunnistamaan ja ottamaan huomioon soveltuvilta osin rahastoyhtiön vastuita säänteleviä säännöksiä myös MiFID II:n osalta siten kuin ne liittyvät tutkimuskysymykseen.

Tätä kirjoitettaessa, keväällä 2018, on vireillä myös SRL:n uudistushanke²⁹, joka ei tule kuitenkaan vaikuttamaan merkintöjä ja lunastuksia koskevaan sääntelyyn. Uudistuksella ei muutoinkaan ole juurikaan vaikutusta tämän tutkimuksen kannalta, semminkin kun tiedostetaan sopimusoikeudellisten kysymysten sääntelyn harvinaisuus SRL:n ja AIFML:n sääntelyssä.³⁰ Sijoitusrahastolainsäädännön uudistamista luonnehditaan sitä koskevan arviomuistion mukaan tarpeellisenä. Tarkoitus on selvittää muun muassa erikoissijoitusrahastoa koskevan sääntelyn siirtämistä SRL:sta AIFML:n yhteyteen. Samalla ehdotetaan myös säädettäväksi täysin uusi sijoitusrahastolaki, jolla kumottaisiin vuoden 1999 SRL.³¹ Siten sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston sääntely erotettaisiin toisistaan, mikä olisi ollut perusteltua tehdä jo vuonna 2014, kun AIFMD implementoitiin. Muutosta perustellaan SRL:iin kohdistuneilla useilla osittaisuudistuksilla, joiden myötä SRL on muuttunut vaikeaselkoiseksi sääntelykokonaisuudeksi. Tarkoitus on niin ikään myös täsmentää käsitteiden käyttöä.³² SRL:n perusteellinen uudistaminen on kunnianhimoinen hanke, joka onnistuessaan olisi omiaan selkeyttämään sääntelyä ja käsitteiden käyttöä. Kuitenkin arviomuistiossa esitetty toteamus antaa aiheutta suhtautua varauksellisesti hankkeen onnistumisen todennäköisyyteen: ”Erikoissijoitusrahastoja koskeva sääntely sisällytettäisiin kokonaisuudessaan AIFML:iin siten, että siihen

²⁸ DL 1/2014, s. 62–63. Esimerkiksi suomalainen SRL:n mukainen erikoissijoitusrahasto on osoituksena kansallisen sääntelyn mahdollistamista muista rahastotyypeistä. Suomalainen erikoissijoitusrahasto lukeutuu nykyisin myös vaihtoehtorahastoksi. AIFMD:n mukainen sääntely lähtee siitä, ettei vaihtoehtorahaston oikeudellisella muodolla ole merkitystä; sen sijaan merkityksellistä on vaihtoehtorahastoa koskevien kriteerien täyttyminen.

²⁹ VM111:00/2016. Ks myös SRL-työryhmämuistio 2018.

³⁰ VM 2.11.2016. Tätä kirjoitettaessa ainoastaan luonnos hallituksen esityksestä oli saatavilla sen tultua julkiseksi SRL-työryhmämuistion 2018 julkaisun yhteydessä.

³¹ SRL-työryhmämuistio 2018, s. 55.

³² VM111:00/2016, s. 2 ja 18.

sisällytetään tarvittavilta osilta säännösviittaukset sijoitusrahastolakiin.” Erikoissijoitusrahastoja koskevasta sääntelystä on tehnyt hankalan juuri SRL:iin sisältyvät lukuiset sisäiset viittaukset, joista konkreettisin esimerkki on voimassa olevan SRL:n 3 a §, jossa säädetään erikoissijoitusrahastoon sovellettavista säännöksistä; toisin sanoen juuri tämä hyvin monimutkainen säännös tekee erikoissijoitusrahastosta erikoissijoitusrahaston.³³ Lopullista hallituksen esitystä uudistuksesta ei tämän työn valmistumiseen mennessä ehditty julkaista, mutta sen sijaan VM:n työryhmämuistio, joka sisältää luonnoksen hallituksen esityksestä, julkaistiin parahiksi 15.3.2018.³⁴ Erikoissijoitusrahastojen kannalta merkittävin ehdotettu uudistus liittyy lain systematiikkaan: AIFML:iin lisättäneen uusi 16 a luku, johon siirrettäneen erikoissijoitusrahastoja koskeva sääntely.³⁵

Tiuhaan tapahtuvista muutoksista huolimatta tietyt fundamentaalisen perustavat seikat säilyvät. Sijoitusrahasto itsessään perustuu sopimusmalliin. Tämä avaa pohdintoja sen suhteen, miten sopimusoikeudellisia periaatteita voidaan soveltaa erikoissijoitusrahastoon sekä siihen sijoittamiseen. Rahastoon sijoittaminen itsessään voi tapahtua yksinkertaisimmillaan suoraan SRL:n säännöksiä noudattaen. Rahastoon sijoittamisesta sopimista ei kuitenkaan ole kategorisesti kielletty, jolloin myös itse sijoitusprosessiin liittyvä sopimus on mahdollinen. Jäljempänä esitetysti erikoissijoitusrahastojen toiminta voi muotoutua hyvin erilaiseksi riippuen kyseisen rahaston säännöistä. Rahaston sääntöjen voidaan nähdä tulevan osaksi rahastoon sijoittamista koskevaa sopimusta vakioehtojen tapaan. Tämä tarjoaa hedelmällisen maaperän kasvattaa pohdintoja siitä, milloin sijoittajan voidaan katsoa sitoutuneen rahastomerkintään. Rahastoyhtiön näkökulmasta kyse on siitä, voidaanko sijoittajan tahdonilmaisun katsoa velvoittavan tämän suorittamaan merkintäsumman.

1.2 Tutkimuskysymys

Sijoitusrahastoon liittyvistä sopimusoikeudellisista erityiskysymyksistä on tehty suhteellisen vähän kotimaista oikeustieteellistä tutkimusta. Vastaavasti myös aihetta käsittelevää oikeuskirjallisuutta on saatavilla niukasti. Varsinaista rahaston merkintää prosessina kuvataan vain lyhyesti oikeuskirjallisuudessa, ja siinäkin tyydytään lähinnä toistamaan lain ja esitöiden keskeisintä sisältöä.³⁶

³³ Tähän palataan myöhemmin tutkimuksessa.

³⁴ Lausuntokierroksen on määrä päättyä 4.5.2018. Työryhmämuistio on siinä ilmoitetusti kirjoitettu kuitenkin pitkälti hallituksen esityksen muotoon, ja todennäköisesti myöhemmin julkaistava hallituksen esitys tulee noudattamaan sisällöllisesti samoja linjauksia kuin nyt julkaistu työryhmämuistio.

³⁵ SRL-työryhmämuistio 2018, s. 12 ja 100–102.

³⁶ Harju – Syyrilä 2001, s. 200–205. Vrt. HE 238/1986 ja HE 202/1998.

Tutkielman tutkimustehtävänä on selvittää vallitsevaa kansallista oikeustilaa rahaston ja rahastoon sijoittavan henkilön välisen oikeussuhteen syntymisen osalta. Tutkimuksessa lähdetään liikkeelle siitä, mikä erikoissijoitusrahasto on oikeudellisesti ja kenellä on kelpoisuus edustaa sitä suhteessa sijoittajiin. Tämä on välttämätön ennakkokysymys sen selvittämiseksi, ketkä ovat rahastosijoittamista koskevan sopimuksen osapuolia. Ennen kuin kysymys rahaston mahdollisesta oikeushenkilöllisyydestä sekä rahaston laillisista edustajista on ratkaistu, puhutaan rahaston ja sijoittajan välisestä sopimussuhteesta; suhteen osapuolet tarkentuvat, kun palapelin palaset alkavat loksahdella paikoilleen ja niiden muodostama kokonaiskuva alkaa piirtyä lukijan verkkokalvoille.

Tutkimuksen kohteena on oikeustila siltä osin kuin kansallisia arviointiperusteita kysymysten tulkitsemiseksi ei ole annettu. Tutkielman päätarkoitus on selvittää, milloin sitova sopimus rahastoon sijoittamisesta syntyy rahaston ja rahastoon sijoittavan henkilön välille sekä millaisia ehtoja tähän oikeussuhteeseen liittyy. Tutkimuksen aiheen hahmottamiseksi on erotettava toisistaan sijoittamista koskevan sopimuksen ja varsinaisen rahastomerkinnän syntymistä koskevat kysymykset, sillä kyse on kahdesta toisistaan eroavasta asiasta niin oikeudellisesti kuin kronologisesti tarkasteltaessa sijoittajan ja rahaston välistä oikeustilaa. Tutkimusaihe on hyvin mielenkiintoinen ja kumpuaa eräästä rahastosijoittamiseen liittyvästä käytännön tilanteesta finanssimarkkinoilla. Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa ei ole juurikaan uhrattu sivutilaa sille, mikä merkitys sijoittajan antamalla tahdonilmaisulla, esim. täytetyllä merkintälomakkeella, sijoittaa sijoitusrahastoon on, mikäli merkintäsumma jätetään maksamatta.³⁷ Tällainen eräänlainen sijoituspäätöksen ja rahastomerkinnän välinen *välitila* on hyvin mahdollinen tilanne. Seuraavaksi avattakoon hiukan *välitilan* käsitettä ja siihen mahdollisesti johtavaa tapahtumakulkua: Sijoitusrahastolainsäädäntö lähtee siitä, että rahasto-osuudenomistajan oikeudet ja velvollisuudet *rahastoa* kohtaan syntyvät, kun merkintäsumma on maksettu rahaston tilille ja on annettu riittävät yksilöimistiedot merkinnän toteuttamiseksi; tällöin puhutaan siis rahastomerkinnän syntymisestä esineoikeudellisena oikeustoimena.³⁸ Avoimeksi jää kuitenkin sellainen tilanne, jossa rahasto-osuudenomistajaksi haluava henkilö eli sijoittaja on allekirjoittanut merkintälomakkeen sijoitusrahastoja myyvän sijoituspalveluntarjoajan tai rahastoyhtiön luona, mutta sittemmin tulee toisiin ajatuksiin ja jättää merkintäsumman maksamatta.

³⁷ Kirjallisuudessa on tuotu esiin, että rahastomerkintä syntyy antamalla tiedot sijoittajasta ja maksamalla merkintäsumma; ks. esim. Harju – Syyrilä 2001, s. 200–204. Tässä on kuitenkin nähdäkseni kyse esineoikeudellisen suhteen eli omistusoikeuden syntymisestä. Kysymys sopimuksen syntymisestä osapuolien välille on sivuutettu perinteisesti oikeuskirjallisuudessa.

³⁸ Jatkuvan liikkeeselaskun periaatteesta säädetään SRL 45 §:ssä. Ks. myös HE 202/1998 vp, s. 54. Tähän palataan myöhemmin.

Tämä tilanne voi aktualisoitua niin ammattimaisen kuin ei-ammattimaisen sijoittajan kohdalla, mutta sopimusoikeudellisesti kuluttajia suojataan suhteessa ammattimaisiin sijoittajiin tavalla, joka on omiaan monimutkaistamaan tätä kysymyksenasettelua.³⁹ Tässä tutkimuksessa esitetään hypoteesi, että osapuolten välille on syntynyt *inter partes* sitova sopimus rahastosijoittamisesta, mikäli rahastosijoitusta koskeva merkintälomake on allekirjoitettu, vaikkei merkintäsummaa olisikaan maksettu.

Tutkimus on rajattu koskemaan sellaisia suomalaisia erikoissijoitusrahastoja, joihin sijoittavat lähinnä ammattimaiset sijoittajat. Osa tutkimuksen havainnoista soveltuu myös sijoitusrahastoihin tiettyjä poikkeuksia lukuun ottamatta. Silloin kun tutkimuksessa tarkoitetaan puhua sekä sijoitusrahastoista että erikoissijoitusrahastoista, käytetään termiä rahasto. Rajausta on perusteltua tehdä juuri siksi, että erikoissijoitusrahastoon liittyvästä likviditeettiä⁴⁰ koskevasta SRL 45 §:n määräyksestä poikkeaminen on mahdollista SRL 88 §:n nojalla rahaston sääntöihin tehtävällä määräyksellä.⁴¹ Tämä tekee tutkielman kysymyksenasettelusta erityisen mielenkiintoisen. Yksinkertaistaen kysymys merkintälomakkeen sitovuudesta ei ole kovin mielekäs sijoitusrahastolain mukaisen tavallisen sijoitusrahaston eli niin sanotun UCITS-rahaston tapauksessa, sillä vaikka sijoittajalta voitaisiinkin vaatia merkintälomakkeen perusteella suoritusta rahastoon sopimusoikeudellisella perusteella, vastahakoinen sijoittaja voisi aina ratkaista asian maksamalla merkintäsumman ja tekemällä välittömästi lunastusta koskevan pyynnön. UCITS-rahastossa kun lain mukaan on pääsääntöisesti päivittäinen likviditeetti, merkintälomakkeen sopimusoikeudellinen sitovuus menettää jossain määrin mielekkyyttään.⁴² Sen sijaan erikoissijoitusrahasto voi edellä todetusti poiketa muun muassa likviditeettiä koskevista vaatimuksista, ja mitä erilaisimmat ratkaisut ovat mahdollisia. Esimerkiksi erikoissijoitusrahasto voi olla merkittävässä kuukausittain, mutta lunastuspyyntöjä toteutetaan vain kvartaaleittain eli kolmen kuukauden välein.⁴³ Tällöin sijoittaja voi luopua sijoituksestaan vain säännöissä mainittuina aikoina ja on seuraavaan merkintä- ja lunastuspäivään asti sidottu sijoitukseensa. Tällöin kysymys merkintälomakkeen sitovuudesta

³⁹ Myöhemmin esitetyissä rajauksissa ei-ammattimaiset sijoittajat on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle. Määritelmiin palataan myöhemmin tutkimuksessa.

⁴⁰ Likviditeetillä viitataan rahasto-osuuksien merkintöjen ja lunastusten taajuuteen, eli käytännössä kyse on siitä, miten helposti rahasto-osuudet voidaan muuttaa rahaksi tai vice versa.

⁴¹ HE 202/1998, s. 65.

⁴² Toki tällaisessa lyhyemmänkin ajan sijoituksessa merkityksellistä olisi merkintä- ja lunastuspalkkioiden veloittamiseen liittyvät kysymykset ja siitä aiheutuva kulu sijoittajalle ja tuotto rahastoyhtiölle. Vaikka merkintälomakkeiden sitovuutta koskevat tulkinnot muuttuisivat tämän tutkimuksen myötä, ei ole odotettavissa, että rahastoyhtiöt lähtisivät palkkioiden toivossa vaatimaan suorituksia täyttämättömistä merkinnöistä.

⁴³ Ks. esimerkiksi Erikoissijoitusrahasto Elite Vuokratuotto säännöt 8 § ja 9 §.

muuttuu merkitykselliseksi sopimusoikeudelliseksi kysymykseksi.

Nykyään erikoissijoitusrahasto tulkitaan myös vaihtoehtorahastoksi de lege.⁴⁴ Vaikka rahastot ovat laajalti ja yksityiskohtaisesti säänneltyjä, rahastoon liittyvät sopimussuhteet jäävät pääosin sääntelyn ulkopuolelle. Koska sijoitusrahastot ovat pohjimmiltaan sopimuksia, ei myöskään yhtiöoikeudellisista oikeuslähteistä ole ammennettavissa tyhjentävää normistoa rahasto-osuudenomistajan ja rahastoyhtiön väliseen sopimussuhteeseen. Tästä syystä sopimusoikeus tarjoaa oivallisen lähestymiskulman pohdittaessa rahaston ja rahasto-osuudenomistajiin välistä oikeussuhdetta. Keskeisiä oikeuslähteitä ovat rahastoon liittyvät sopimusoikeudelliset rahastodokumentit, jotka hypoteesin mukaan muodostavat sijoitusrahastoa koskevan sopimuksen sisällön ja ehdot. Näitä dokumentteja ovat lähinnä rahaston säännöt ja rahastoesite ammattimaisten sijoittajien osalta.⁴⁵

Sijoitusrahastot ja erikoissijoitusrahastot eroavat olennaisesti pääomasijoitusrahastoista, jotka ovat tyypillisesti suljettuja (kommandiitti)yritysmuotoisia rahastoja, joiden sijoittajapiiri ja rahastopääoma ovat kiinteitä.⁴⁶ Pääomarahastot on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle, koska pääomarahastoissa sijoittajien asemaa määrittää pitkälti yhtiöoikeudellinen sääntely, eikä kyse ole puhtaasti sijoitusrahastoja vastaavasta sopimusoikeudellisesta saatikka SRL:n mukaisesta järjestelystä.⁴⁷ Tämän tutkimuksen kohteena ovat lähtökohdiltaan erikoissijoitusrahastot ja nimenomaan osuudenomistajien ja rahastoyhtiöiden väliset sopimussuhteet, jotka eivät ole samassa merkityksessä mielenkiintoisia pääomarahastossa kuin sijoitusrahastossa. Samasta syystä tutkimuksen ulkopuolelle jätetään pääomarahastoihin rinnastettavat pääasiallisesti kiinteistöihin tai kiinteistöihin oikeuttaviin arvopapereihin sijoittavat niin sanotut puhtaat kiinteistörahastot, jotka eivät ole sopimusmallisia erikoissijoitusrahastoja. Tämä raja on perusteltu, sillä SRL 88.3 §:n mukaan niiden sijoitustoimintaa ohjaa tutkimuksen ulkopuolelle jäävä kiinteistörahastolaki. Puhtaat kiinteistörahastot eroavat erikoissijoitusrahastoista siten, että puhtailla kiinteistörahastoilla on

⁴⁴ HE 94/2013, s. 9, 194–195; Hidén – Ruotsalainen 2014, s. 371; Kari 2014, s. 82.

⁴⁵ Yksityissijoittajien osalta relevantti on myös KIID, mutta koska sen laatimista ei edellytetä ammattimaisille sijoittajille, joudutaan KIID sulkemaan pois myös tämän tutkimuksen tutkimusmateriaalista ja siten sopimusmateriaalista. Markkinointiaineistosta voidaan harvoin hakea tukea sopimuksen sisältöä koskevien kysymysten selvittämiseen, sillä ne on tyypillisesti varustettu ankarilla.

⁴⁶ Lauriala 2008, s. 154. Pääomarahastot ovat tyypillisesti järjestetty oikeushenkilön muotoon ja niiden toimintaa ohjaavat yhtiöoikeudelliset säännökset ja periaatteet. Pääomarahastojen kohdalla puhutaan myös tyypillisesti suljetuista rahastoista, sillä ne eivät välttämättä ole SRL:n tapaan avoinna merkinnöille ja lunastuksille kovin taajaan.

⁴⁷ Lauriala 2008, s. 155.

pääsääntöisesti oikeushenkilön status ja ne on järjestetty joko julkisen osakeyhtiön tai kommandiittiyhtiön muotoon KRL 1 §:n mukaan.⁴⁸ Tällaisen rahaston, samoin kuin pääomarahaston, merkintä- ja lunastusprosessiin liittyvät olennaisesti yhtiöoikeudelliset kysymykset, jotka eivät liity tämän tutkimuksen tutkimuskysymykseen. Siksi puhtaat yhtiöoikeudellisella rakenteella strukturoidut kiinteistörahastot on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle; rahasto-käsitteellä ei myöskään tässä tutkimuksessa milloinkaan viitata pääomarahastoihin.

Tutkimuksen ulkopuolelle on rajattu ei-ammattimaiset sijoittajat. Näihin lukeutuvat muun muassa kuluttajat, joiden tekemiin sopimukseen sovellettava kuluttajansuoja asettaa erityispiirteensä kuluttajan ja rahastoyhtiön väliseen suhteeseen. Tämä olisi omiaan vähentämään tämän tutkimuksen tutkimustulosten yleistettävyyttä nimenomaan yleisestä sopimusoikeudellisesta näkökulmasta. Lähtökohtaisesti ei-ammattimaisiin rahastosijoittajiin voi lukeutua myös muita sijoittajia kuin kuluttajia. Ei-ammattimaiset sijoittajat ovat laajimman sijoittajansuojan piirissä.⁴⁹ Luonnollisesti kuluttajien tekemien rahastosijoitusten taloudellinen merkitys on pienempi kuin ammattimaisten ja institutionaalisten sijoittajien. Kotitaloudet omistivat 31.12.2017 noin 23 % sijoitusrahastojen kokonaisvarallisuudesta.⁵⁰ Tämän rajauksen johdosta myös rahaston ja rahasto-osuudenomistajan välisen sopimussuhteen muodostava sopimuksen aineisto kaventuu, sillä avaintietoesite on annettava vain ei-ammattimaiselle asiakkaalle AIFML 13:1.3 :n mukaan. Toisaalta voidaan myös nähdä avaintietoesitteen olevan yksinkertaistus rahaston säännöissä ja rahastoesitteessä esitetystä, eikä siten avaintietoesitteen voida normaalitapauksessa olettaa tuovan merkittävää lisäarvoa rahaston ja sijoittajan välisen sopimussuhteen sisältöön. Ammattimaisten sijoittajien voidaan edellyttää tuntevan hyvin arvopaperimarkkinoiden rakenteet sekä erityisesti sijoituskohteet niiden erityispiirteineen sekä niiden arvoon vaikuttavat seikat. Tästä syystä lainsäätäjä on katsonut, ettei ammattimaisilla sijoittajilla ole tarvetta saada samalla tavalla sijoittajansuojaa ja sen varmistamiseksi tietoa palvelun tarjoajilta eri sijoituskohteiden erityispiirteistä.⁵¹ Näin ollen tässä tutkimuksessa tarkastellaan vain ammattimaisen sijoittajan ja rahaston välistä sopimussuhdetta.

⁴⁸ Markkinoilla on myös olemassa useita erikoissijoitusrahaston muotoon perustettuja kiinteistörahastoja, jotka voivat siis olla tämän tutkimuksen kohteena. Monet näistä rahastoista ovat niin sanottuja rahastojen rahastoja, jotka sijoittavat toisiin samaa sijoitustarkoitusta palveleviin rahastoihin. Esim. Erikoissijoitusrahasto Investium kiinteistövarainhoidon sääntöjen 6 §:n 1 kohdan mukaan ”Rahasto on pääasiallisesti toisiin kiinteistörahastoihin sijoittava rahasto”.

⁴⁹ Ammattimaisen ja ei-ammattimaisen sijoittajan väliseen määrittelyyn palataan myöhemmin. Tässä yhteydessä on todettava, että ammattimaiseksi sijoittajaksi luokittelamisen kriteerit ovat varsin tiukat.

⁵⁰ Suomen Pankki, sijoitusrahastojen rahasto-osuusvelan jakautuminen omistajasektoreille 31.12.2017.

⁵¹ HE 202/1998 vp, s. 39.

Niin ikään kysymys rahastoon sijoitettujen varojen säilyttämisestä ja säilytysyhteisöön liittyvät erityiskysymykset jätetään tämän tutkimuksen ulkopuolelle, sillä ne eivät tuo lisäarvoa rahaston ja osuudenomistajan välisen sopimussuhteen tutkimukseen. Myös rahastoihin välillisesti liittyvä SipaL:n mukainen toiminta on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle. SipaL:iin kuitenkin viitataan siltä osin kuin tämän tutkimuksen mahdollistamiseksi on muun muassa käytävä ammattimaisen ja ei-ammattimaisen sijoittajan käsitteiden välistä rajanvetoa.

Tässä tutkimuksessa rahasto-käsitteellä viitataan pääsääntöisesti erikoissijoitusrahastoon, ellei asiayhteydessä ilmene käsitteellä tarkoitettavan jotakin muuta. Siltä osin kuin sanottu pätee kumpaankin SRL:ssa säänneltyyn rahastotyyppiin eli sijoitusrahastoihin ja erikoissijoitusrahastoihin, pyritään suosimaan käsitettä rahasto.

Edellä esitettyjen perusteltujen pohdintojen ja rajausten myötä tämän tutkimuksen varsinaisiksi tutkimuskysymyksiksi voidaan määrittää:

- 1) Ketkä ovat rahastosijoittamista koskevan sopimuksen osapuolet?
- 2) Muodostaako allekirjoitettu merkintälomake sopimuksen sijoittajan ja rahasto[yhtiö]n välille ja mikä on tämän sopimuksen keskeinen sisältö?

1.3 Tutkimusmenetelmä

Tässä tutkimuksessa käytetään lähes yksinomaisesti lainopillista eli oikeusdogmaattista tutkimusmenetelmää. Kyseessä on oikeustieteellinen tutkimus, joka kohdistuu oikeudellisten ilmiöiden tarkasteluun ja vallitsevan oikeustilan selvittämiseen.

Oikeusdogmaattisen tutkimuksen tavoite on selvittää voimassa olevan oikeuden sisältö de facto käsillä olevassa oikeudellisesti merkittävässä tapauksessa. Pyrkimys on vastata kysymykseen, kuinka varsinaisessa lainsoveltamistilanteessa tulisi toimia.⁵² Lainopin metodin mukaisesti voimassa olevaa oikeutta tulkitaan hyväksyttyjen oikeuslähteiden avulla.⁵³ Lainopillisen metodin avulla vastaus oikeuden olemusopilliseen kysymykseen siitä, mitä oikeus on, on Hirvosen mukaan, että ”oikeus on

⁵² Husa, ym. 2010, s. 20.

⁵³ Siltala 2003, s. 104.

voimassaoleva eli pätevä ja velvoittava oikeus”.⁵⁴ Lainoppi siis tutkii myös sitä, mikä merkitys laista ja muista oikeuslähteistä johdetulla materiaalilla on.⁵⁵ Oikeusdogmaattista tutkimusotetta voidaan kutsua Siltalan mukaan myös staattiseksi, sillä oikeuslähteiden merkitys ratkaisutoiminnalle voidaan määrittää suoraan niiden muodollisen syntyvän perusteella.⁵⁶ Oikeusdogmatiikka on ylivoimaisesti käytetyin metodi ja suurimmassa osassa oikeustieteellisestä tutkimuksesta sovelletaan juuri lainopillista metodologia.⁵⁷ Näin on asia myös tämän tutkimuksen kohdalla.

Lainopillinen tutkimus on perinteisesti *de lege lata* -tutkimusta, mikä merkitsee voimassa olevan oikeuden havainnoimista ja systematisoimista. Käsillä olevaan tutkimukseen sisältyy kuitenkin vahva praktisen tiedon intressi, jonka vuoksi tutkimuksen voidaan kuvata olevan myös paikoin *de sententia ferenda* -tyyppistä. Näin on erityisesti siltä osin kuin tutkitaan merkintälomakkeen sopimusoikeudellista ulottuvuutta ja voimassa olevassa oikeudessa nähdään aukkokohtia. Norros on kuvaillut *de sententia ferenda* -tutkimuksen suurimman käyttöhyödyn olevan sellaisissa substanssikysymyksissä, joissa lain soveltaja joutuu tutkimaan eri suuntiin vaikuttavia oikeusperiaatteita sekä reaalisia argumentteja.⁵⁸ Varsinkin merkintälomakkeen sopimusoikeudellisen luonteen osalta velvoittavat oikeuslähteet eivät kykene tarjoamaan yksiselitteistä ratkaisua siihen, mikä on voimassa olevan oikeuden sisältö. Tällöin tutkijan on johdettava vastaus tutkimalla oikeusperiaatteita, yleisiä teorioita ja reaalisia argumentteja.

1.4 Tutkimusaineisto

Oikeuslähteet ovat oikeustieteellisen tutkimuksen keskiössä varsinkin käytettäessä lainopillista tutkimusmenetelmää. Oikeuslähdeoppi kertoo, mitä oikeuslähteitä kyseisellä oikeudenalalla on ja mikä niiden suhde on toisiin oikeuslähteisiin. Yleisemmällä tasolla oikeuslähdeoppi määrittää lähdeaineiston käyttöarvon oikeudellisessa argumentaatiossa sekä erityyppisten oikeuslähteiden

⁵⁴ Hirvonen 2011, s. 21–22.

⁵⁵ Hirvonen 2011, s. 23.

⁵⁶ Siltala 2003, s. 762.

⁵⁷ Ks. Husa, ym. 2010, s. 20 ja Sund-Norrgård 2016, s. 267–268.

⁵⁸ Norros 2009, s. 12. *De sententia ferenda* -tyyppistä tutkimusta ovat tehneet muun muassa Norros vahingonkorvausta arvopaperimarkkinoilla koskevassa tutkimuksessaan (Norros 2009), Pönkä osakeyhtiön osakassopimuksia koskevassa tutkimuksessa (Pönkä 2008) sekä Lautjärvi välipääomarahoitusinstrumentteja koskevassa tutkimuksessa (Lautjärvi 2015) sekä Siivonen vaihtoehtorahastojen hoitajan johdon huolellisuus- ja vahingonkorvausvastuuta koskevassa tutkimuksessaan (Siivonen 2016).

keskinäisen painoarvon.⁵⁹

Suomalaiset erikoissijoitusrahastot eivät esiinny kovin taajaan oikeustieteellisen tutkimuksen kohteena. Aiheeseen liittyvää kirjallisuutta on niin ikään saatavilla vain rajallisesti ja suurin osa siitä on jäänyt jälkeen alati kehittyvästä sijoitusrahastolainsäädännöstä. Kansallisen sääntelyn kanssa kokonaisuutena huomioitavaa sääntelyä on myös EU-sääntely, josta merkittävintä on pääasiassa kansalliseen lainsäädäntöön implementoitavat direktiivit ja suoraan sovellettavat EU:n asetukset.

Erikoissijoitusrahastoihin kohdistuvan oikeustieteellisen tutkimuksen vähyyden vuoksi tässä tutkimuksessa pyritään hyödyntämään kotimaisen oikeuskirjallisuuden lisäksi myös ulkomaisia oikeuslähteitä huomioiden kuitenkin, että erikoissijoitusrahasto on oikeudellisena rakenteena nimenomaan suomalaisen oikeuskulttuuriin kuuluva kuriositeetti. Se on myöhemmin säädetystä EU-sääntelystä kuten AIFMD:n perusratkaisuista poikkeava konstruktio.⁶⁰ Kuitenkin monin paikoin ylikansallinen sääntely, kuten AIFMD, ja siihen pohjautuva AIFML ulottavat sääntelynsä myös suomalaisiin erikoissijoitusrahastoihin. Oikeuskirjallisuuden puutteita paikkaa kuitenkin sijoitusrahastoja koskeva runsas lainsäädäntö ja niiden kattavat esityöt; joskin sopimusoikeudellisia kysymyksiä niissä säännellään rajallisesti, jos lainkaan. Tätä selittää myös sijoitusrahastolainsäädännön tavoitteet, joihin sisältyy finanssimarkkinoiden vakauden turvaamisen lisäksi myös sijoittajansuojan lisääminen, tasapuolisten kilpailuedellytysten takaaminen sekä sääntöjen yhdenmukaistaminen EU:n finanssimarkkinoilla.⁶¹

Kotimaiset SRL:n mukaiset sijoitusrahastot ja erikoissijoitusrahastot koostuvat oikeudellisesti sopimuksista. Yksi näistä on osuudenomistajan ja rahaston välinen sopimus. Sijoitusrahastoa voidaan kuvata sopimusoikeudellisena kokonaisjärjestelynä, joka rakentuu rahastodokumenteista ja osuudenomistajien tahdonilmaisusta sitoutua niiden harjoittamaan sijoitustoimintaan. Keskeisen tutkimuksellisen aineiston muodostavat näin ollen rahastodokumentit, joita ovat muun muassa erikoissijoitusrahaston säännöt, rahastoesite sekä sijoittajan täyttämä merkintälomake. Lisäksi on

⁵⁹ Norros 2012, s. 23 ja Hemmo 2003 II, s. 38–41.

⁶⁰ Erikoissijoitusrahastoihin viitataan englanninkielien termillä NON-UCITS FUND. Tämä ilmenee paitsi EU-säädösten englanninkielisissä toisinoissa, myös rahastojen nimissä, jotka vakiintuneesti ilmoitetaan rahaston säännöissä suomeksi, ruotsiksi ja englanniksi. Ks. esim. Erikoissijoitusrahasto Aktia Commodityn rahastokohtaisten sääntöjen 1 §. Oma pohdintansa on myös se, onko sellainen erikoissijoitusrahasto mahdollinen, joka ei täytä vaihtoehtorahaston määritelmää. Tähän ei kuitenkaan perehdytä tässä yhteydessä tarkemmin, vaan aihe jätetään tulevien tutkijasukupolvien löydettäväksi.

⁶¹ HE 202/1998 vp, s. 70. HE 94/2013 vp, s. 83–84.

mahdollista, että rahastomerkintää koskeva tahdonilmaisu on annettu muussa kirjallisessa muodossa, kuten sähköpostilla tai kirjeellä. Suullisesti annettu tahdonilmaisu rahastosijoittamisesta muodostaa oman hyvin hankalan kysymyksenä, vaikka suullisen ja kirjallisen sopimuksen sitovuus lähtökohtaisesti on yleisten sopimusoikeudellisten periaatteiden mukaan yhtä suuri. Käytännössä suullista rahastomerkintää ei kuitenkaan lähtökohtaisesti voida pitää todistettavuutensa tai käytännön toteutuksensa vuoksi suositeltavana, sillä vakiintuneen käytännön mukaan yleensä edellytetään merkinnän tekemistä kirjallisesti. Lisäksi rahastoyhtiön mm. terrorismin rahoittamisen ja rahanpesun estämisestä johtuvat vaatimukset käytännössä edellyttävät rahastomerkinnän tekemistä kirjallisesti.⁶²

Tässä tutkimuksessa on otettu huomioon kaikkien Finanssivalvonnan tiedoksi viimeistään 31.12.2017 toimitettujen erikoissijoitusrahastojen säännöt ja rahastoesitteet, jotka ovat olleet julkisesti saatavilla. Erikoissijoitusrahastojen rahastodokumentaatiota on tutkittu oikeusdogmaattisesti relevantilla tavalla erityisesti niiden sisältämien rahastomerkinnän tekemistä ja sen sitovuutta koskevien ehtojen osalta.

Tutkimuksessa on seurattu Suomen lainsäädäntöä 11. toukokuuta 2018 säädöskokoelmaan 361/2018 asti.

1.5 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus jakautuu neljään lukuun. Ensimmäisen luvun tarkoitus on johdattaa lukija tutkimuksen kohteena olevaan aiheeseen ja erikoissijoitusrahastojen oikeudelliseen kontekstiin. Lisäksi esitetään tiiviisti tutkimuksessa käytettävät metodit ja aineisto, jonka avulla tutkimuskysymyksiin pyritään vastaamaan. Tutkimuskysymykset on avattu perusteellisesti ja lisäksi tutkimusaiheeseen on esitetty eräitä perusteltuja rajauksia. Rajaukset on pyritty tekemään mahdollisimman selkeästi ja siten, että tutkimuksen ulkopuolelle rajattuihin teemoihin ei ole tarpeen palata myöhemmin, vaikka niihin liittyviä aiheita sivuttaisiin tutkimuksessa. Lukijalle on pyritty tekemään selkeäksi, mihin tutkimuksessa pyritään, miten siihen pyritään ja ennen kaikkea miksi siihen pyritään.

⁶² Esim. SRL 144.1 §:ssä asetettua niin sanottua KYC-velvoitetta täydennetään myös rahanpesulain säännöksillä.

Toisessa luvussa on selostettu sijoitusrahastotoiminnan yleinen viitekehys. Siihen kuuluvat erikoissijoitusrahaston oikeudellinen rakenne ja tutkimuksen pelinappulat, eli tutkimusaiheen näkökulmasta tarkasteltavan sopimussuhteen osapuolet. Jotta voitaisiin tunnistaa sopimussuhteen osapuolet, on kuitenkin tunnettava erikoissijoitusrahaston viitekehys ja esimerkiksi sen oikeudellinen muoto. Eräänlaisena esikysymyksenä ratkaistaan kysymys siitä, onko erikoissijoitusrahasto mahdollista katsoa oikeushenkilöksi. Niin ikään perehdytään myös rahastoyhtiön keskeisiin tehtäviin ja ominaisuuksiin sijoitusrahaston hallinnointiyhtiönä ja edustajana suhteessa sijoittajiin. Täysin merkityksettömänä ei voida myöskään sivuuttaa keskeisimpiä SRL:ssä säädettyjä periaatteita kuten sijoittajien yhdenvertaisen kohtelun periaatetta, joka vaikuttaa yleisesti kaikkeen sijoitusrahastotoimintaa, siten myös merkintöjä koskeviin sopimuksiin, kuten jäljempänä tullaan osoittamaan. Lisäksi on käsitelty rahasto-osuutta oikeudellisena instrumenttina ja käyty läpi keskeisimmät vaiheet rahasto-osuuksien merkintäprosessista.

Kolmannessa luvussa syvennyttään sopimuksen syntymismekanismeja selittäviin sopimusteorioihin ja rahastomerkintää koskevan sopimuksen sisältöön. Niiden pohjalta lähestytään pääasiallista tutkimuskysymystä, eli voidaanko allekirjoitetun merkintälomakkeen katsoa muodostavan sopimuksen. Toiseksi ratkaistaan kysymys siitä, mikä tämän sopimuksen sisältö on. Jaksossa 3.3.3. on avattu tutkimusta varten kerätystä aineistosta, eli 113 erikoissijoitusrahaston säännöistä ja rahastoesitteistä, tutkimuksen kannalta olennaisimmat ja tulkittu niiden sisältämiä rahastomerkintää ja sen sitovuutta koskevia määräyksiä.

Neljännessä luvussa käydään kootusti läpi tutkimuksen johtopäätöksiä. Tarkoitus on esittää tutkimuksen johtopäätökset ja antaa eväitä tulevaisuuden tutkimustehtäviä ajatellen. Samalla esitetään suosituksia oikeuskirjallisuudessa avoimeksi jätettyyn merkintäprosessiin liittyvistä seikoista, joiden avulla voidaan parantaa rahastosopimuksen osapuolten oikeusturvaa vastaisuudessa sekä selkeyttää rahastomerkinnästä sopimista. Näiden suositusten toivotaan parantavan rahastosopimussuhteen kummankin osapuolen eli sijoittajan ja rahastoyhtiön oikeusturvaa sekä lisätä oikeusvarmuutta.

2. Erikoissijoitusrahaston viitekehys

2.1 Erikoissijoitusrahaston oikeudellinen rakenne

2.1.1 Oikeudellinen muoto

Rahaston oikeudellisella muodolla voidaan katsoa olevan keskeinen merkitys pohdittaessa rahasto-osuudenomistajaksi haluavan henkilön eli sijoittajan ja rahaston välistä sopimussuhdetta. Näin on siitä syystä, että ratkaistaessa kysymys sopimuksen syntymisestä, on ensiksi selvitettävä, mikä on sijoitusrahaston oikeudellinen muoto. Tämän esikysymyksen ratkaisusta voidaan tunnistaa rahastosijoittamista koskevan sopimuksen osapuolet. Rahaston oikeushenkilöllisyydestä varmistuminen vaikuttaa siihen, voiko rahasto olla oikeussubjekti ja kuka on oikeutettu tekemään oikeustoimia sen puolesta.

Sijoitusrahastoa koskevat lainsäädännölliset perusvalinnat on tehty jo vuoden 1986 ensimmäistä sijoitusrahastolakia säädettäessä. Lain esitöissä on otettu huomioon ”sijoitusrahastotoiminnan sopimus- ja yhteisöoikeudelliset erikoispiirteet”.⁶³ Sijoitusrahastolainsäädäntö perustuu pitkälti Pohjoismaissa, lähinnä Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa, tehtyihin vastaaviin lainsäädännöllisiin ratkaisuihin sekä OECD:n ja Euroopan Neuvoston laatimiin standardisääntöihin.⁶⁴ Suomessa rahastotyyppisen sijoittamisen lainvalmistelussa harkittiin pitkään sääntelyn muotoilemista sijoitusyhtiön muotoon, mutta sittemmin poliittiset taustatekijät johtivat sopimusperusteisiin sijoitusrahastoihin pohjautuvan rakenteen valintaan. Vuoden 1987 SRL:n esikuvaksi otettiin Pohjoismaisen mallin mukainen sijoitusrahasto, joka ei ollut oikeushenkilö ja jonka varallisuutta ei omista rahastoyhtiö vaan rahastoon sijoittaneet rahasto-osuudenomistajat mutta jota hallinnoisi hallinnointiyhtiö eli rahastoyhtiö.⁶⁵ SRL:ssa säädetään nimenomaisesti sopimusoikeudellisiin säännöksiin perustuvasta rahastosijoittamisesta, josta voidaan käyttää myös käsitettä *sopimusmalli*.⁶⁶ Käytännössä sopimusmallisia rahastoja ovat Suomessa sijoitusrahastot ja erikoissijoitusrahastot.

Vakiintuneesti on katsottu, että Suomessa sijoitusrahastot eivät ole itsenäisiä oikeushenkilöitä, vaan

⁶³ HE 238/1986 vp, s. 7. Vaikka hallituksen esityksessä maininta on liitetty rahastoyhtiön vahingonkorvausvelvollisuutta koskevan säännöksen perusteluihin, siitä on pääteltävissä sijoitusrahaston muotoon liittyneitä pohdintoja.

⁶⁴ HE 238/1986 vp, s. 5.

⁶⁵ Harju – Syyrilä 2001, s. 1–5.

⁶⁶ VM111:00/2016, s. 2–3.

rahastoyhtiöiden hallinnoimia ja osuudenomistajien yhteisesti omistavia varallisuusmassoja.⁶⁷ Myös alkuperäisen SRL:n esitöissä ilmaistaan eksplisiittisesti, että rahasto ei ole oikeushenkilö, mutta verotuksellisesti sitä käsitellään itsenäisenä verosubjektina. Lisäksi korostetaan, että sijoitusrahasto ei toimi itsenäisesti, vaan sitä edustaa kaikissa rahastoa koskevissa toimitissa rahastoyhtiö.⁶⁸

Vertailu Pohjoismaiden kesken osoittaa eroavaisuuksia sijoitusrahaston oikeussubjektiuden tulkinnossa. Ruotsissa on omaksuttu vastaava sopimusmalliin perustuva käsitys kuin Suomessa.⁶⁹ Norjassa ja Tanskassa sen sijaan sijoitusrahastolle on annettu oikeushenkilön status.⁷⁰ Myös Suomessa on otettua askelia suuntaan, jossa sijoitusrahastoa voitaisiin pitää oikeushenkilönä, sillä eräissä SRL:n ja eräiden muiden lakien muuttamista koskevassa hallituksen esityksessä tehdään suora ja jossain määrin yllättäväkin viittaus sijoitusrahaston oikeuskelpoisuuteen: ”Se, että rahastoyhtiö edustaa sijoitusrahastoa suoraan lain nojalla, ei poista sijoitusrahaston oikeuskelpoisuutta. Sijoitusrahaston oikeuskelpoisuus tarkoittaa, että sijoitusrahastolle voidaan kirjata oikeuksia ja velvollisuuksia.”⁷¹ Samassa yhteydessä on viitattu SRL 25 §:ään, jossa säädetään muun muassa sijoitusrahaston varojen kuulumisesta rahasto-osuudenomistajille sekä siitä, että rahasto-osuudenomistajien vastuu sijoitusrahastoa koskevista velvoitteista rajoittuu sijoitettuun pääomaan, rahastoyhtiön velvollisuudesta säilyttää sijoitusrahaston varat säilytysyhteisössä, sijoitusrahaston varojen ulosmittauskeltvottomuudesta sekä rahastoyhtiön oikeudesta edustaa sijoitusrahastoa nimissään. Hallituksen esityksessä on vedetty johtopäätös, että SRL 25 §:n perusteella sijoitusrahasto olisi oikeuskelpoinen.⁷² Tämä väite voidaan perustellusti kyseenalaistaa. Wuolijoki on kritisoinut hallituksen esityksessä tehtyä tulkintaa sillä perusteella, että vakiintuneesti

⁶⁷ Harju – Syyrilä 2001, s. 15; HE 238/1986 vp, s. 21; Wuolijoki 2007, s. 408 sekä Turtiainen 2004, s. 172.

⁶⁸ HE 238/1986 vp, s. 1, 12 ja 14. Hallituksen esitöissä 21 §:ää koskevissa yksityiskohtaisissa perusteluissa todetaan nimenomaisesti: ”[I]nkokohdasta käy ilmi pääperiaate, ettei sijoitusrahasto ole oikeushenkilö ja ettei se voi toimia itsenäisesti.”

⁶⁹ Prop. 2002/03:150, s. 225–228. Lain esitöissä perustelut esitetään varsin suorasanaisesti ja selkeästi: ”Allt sedan 1974 års aktiefondslag gäller att en fond inte är en juridisk person även om den i vissa fall kan sägas ha ett eget gäldansvar. Detta innebär att fonden inte kan förvärva rättigheter eller ta på sig skyldigheter. Fonden kan inte heller föra talan inför domstol eller någon annan myndighet.” Lisäksi todetaan: ”Dessa bestämmelser ger en konstruktion där fonden egentligen inte är någonting annat än en förmögenhetsmassa”. Useimmiten oikeutta kuitenkin reseptoidaan Ruotsista Suomeen, mikä tässäkin tapauksessa oikeushistoriallisesti tulkiten on totta, sillä ensimmäinen sijoitusrahastoja koskeva laki on säädetty Ruotsissa vuonna 1975 ja Suomessa vastaavasti vasta 1987 – pitkälti läntisen naapurimaan esimerkkiä noudattaen.

⁷⁰ Norros 2009, s. 336.

⁷¹ HE 102/2006, s. 15. Hallituksen esitystä voidaan kritisoida uuden voimakkaiden tulkintojen luomisesta. Toisaalta voidaan myös perustellusti kyseenalaistaa, onko hallituksen esityksellä tarkoitettu puhua yhtiömuotoisista kiinteistörahastoista viitattaessa niiden oikeuskelpoisuuteen, mutta käyttämällä niistä epätarkkaa käsitettä sijoitusrahasto.

⁷² Ks. HE 102/2006, s. 14. Joissain määrin epäselväksi jää, viitataanko esityksessä epäselvästi kiinteistörahastoihin, jotka monesti tapaavat olla kommandiittiyhtiömuotoisia.

vain luonnolliset henkilöt ja oikeushenkilöt ovat olleet oikeuskelpoisia.⁷³ Perinteistä jaottelua noudattaen sopimusperusteista sijoitusrahastoa ei voitaisi pitää oikeuskelpoisena. Mikäli omaksutaan se lähtökohta, että sijoitusrahastot eivät ole oikeushenkilöitä, voidaan niitä kuvata tiiviisti ilmaisten oikeushenkilöä muistuttaviksi, sopimusperusteisiksi konstruktioksi, joita ulkopuolisiin nähden edustaa rahastoyhtiö ja jotka ovat itsenäisiä verosubjekteja. Tässä yhteydessä voidaan myös todeta, että sijoitusrahastoilla on tyypillisesti myös Y-tunnus, mutta sekään ei ole indisio siitä, että niitä voitaisiin suoraviivaisesti pitää oikeushenkilöinä.⁷⁴

Vakiintuneesti on kuitenkin katsottu sijoitusrahaston olevan sijoitettujen varojen kokonaisuus, joka koostuu pääasiallisesti arvopapereista.⁷⁵ Sen omistavat siihen varoja sijoittaneet henkilöt eli rahasto-osuudenomistajat, jotka voivat olla yksityishenkilöitä tai oikeushenkilöitä, yhteisöjä ja säätiöitä.⁷⁶ Alkuperäisen sijoitusrahastolain esitöissä rahasto-osuudenomistajien rahastoon kohdistuvaa omistussuhdetta kutsutaan arvopapereihin kohdistuvaksi jakamattomaksi yhteisomistusoikeudeksi.⁷⁷ Vaikka omistus onkin yhteisomistuksen luontoista, siihen ei kuitenkaan sovelleta yhteisomistuslakia, mistä on otettu nimenomainen säännös lain 1 §:n 3 momenttiin.

AIFMD:n myötä erikoissijoitusrahastot tulkitaan myös vaihtoehtorahastoiksi, mikä on olennaisesti tuonut niiden oikeudelliseen luonteeseen uusia piirteitä. AIFML:n säätämistä koskevissa lain esitöissä ei ole nähty ongelmalliseksi erikoissijoitusrahaston sääntelyn yhtenä vaihtoehtorahaston muotona sisältymistä edelleen sijoitusrahastolakiin.⁷⁸ Lain esitöissä todetaan, että vaihtoehtorahaston oikeudellisella muodolla ei ole merkitystä: vaihtoehtorahasto voidaan järjestää sopimusoikeudellisin säännöksin tai yhtiöoikeudellisin rakentein (suljetut rahastot), rahastoyhtiön hallinnoimaan UCITS-

⁷³ Wuolijoki 2007, s. 408, alaviite 13.

⁷⁴ Haku yritystietojärjestelmästä palauttaa samankaltaisen haun lähes minkä tahansa erikoissijoitusrahaston kohdalla. Sattumanvaraisesti valittuna esimerkkinä Erikoissijoitusrahasto UBView:n (Y-tunnus: 2138326-6) osalta rekisterissä rahaston yritysmuodoksi on kirjattu ”muut oikeushenkilöt”. Erikoissijoitusrahaston oleminen YTJ:n järjestelmässä selittyy sillä käytännön seikalla, että rahasto perustamisesta annetaan myös kaupparekisteriin perustiedot. ks. esimerkiksi <https://tietopalvelu.ytj.fi/yritystiedot.aspx?yavain=2081992&tarkiste=D8EF5516E746C5CF127F4431EB9E015FC229AFC3>.

⁷⁵ Harju – Syyrilä 2001, s. 15.

⁷⁶ Harju – Syyrilä 2001, s. 16. Säätiöt on mainittu nimenomaisesti, jotta on voitu katsoa yksiselitteisesti mahdolliseksi, että myös säätiöt saavat sijoittaa rahastoihin.

⁷⁷ HE 238/1986 vp, s. 10.

⁷⁸ HE 94/2013 vp, s. 194. Sittemmin tilannetta on arvioitu myös toisin, ks. SRL-työryhmämuistio 2018, erityisesti s. 13.

direktiivin mukaiseen rahaston⁷⁹ tai erikoissijoitusrahaston muotoon.⁸⁰

Sijoitusrahastot ja erikoissijoitusrahastot on vakiintuneesti katsottu avoimiksi rahastoiksi. Avoin rahasto on lähtökohtaisesti kaikkien halukkaiden ja sijoittamiselle asetetut pääoma- ja asiakasluokitukseen perustuvat sijoitusrajoitukset täyttävien henkilöiden merkittävässä eli ostettavissa. Avoimet rahastot ovat avoimia määritelmän laajassa merkityksessä vaihtuvapääomaisia eikä rahasto-osuudenomistajien piiriä ole ennalta rajoitettu.⁸¹ Sääntelyn tavoitteena on ollut estää rahastoyhtiötä muuttamasta sijoitusrahastoa suljetuksi rahastoksi ja alkaa valitsemaan asiakkaitaan.⁸² Käytännössä alalla on kehitetty luovia tapoja ratkaista lainsäädännössä asetettu sängen tiukka rajoitus. Erikoissijoitusrahastoon tehtävän sijoituksen vähimmäismäärä on mahdollista asettaa sellaiseksi, että sijoittaminen kyseiseen rahastoon on käytännössä mahdollista vain valikoiduille ammattimaisille sijoittajille. Käytännössä rahaston sääntöihin tai rahastoesitteeseen otetaan määräyksiä, jolla voidaan asettaa tarkkojakin ehtoja ja edellytyksiä rahastomerkinnöille.⁸³

AIFMD:n myötä tuli kuitenkin mahdolliseksi perustaa myös suljettu erikoissijoitusrahasto.⁸⁴ Käytännössä tällaiset rahastot on mahdollistettu hyvin hankalaan muotoon kirjoitetun SRL 27 §:n säännöksin. Pääsääntöisesti rahastossa on oltava vähintään 50 osuudenomistajaa ja 2 miljoonaa euron vähimmäispääoma.⁸⁵ Mikäli sijoittajia on alle 50, sijoittajien tulee olla ammattimaisia sijoittajia tai sellaiseen rinnastettavassa olevia varakkaita yksityishenkilöitä. Tällöinkin rahastossa on oltava vähintään 2 miljoonan euron vähimmäissijoitus. Samalla muille sijoituksille asetetaan vähimmäissuuruudeksi 500 000 euroa, jos rahastossa on alle 10 sijoittajaa. Niin ikään rahaston säännöissä on mainittava, että rahastossa on alle 10 sijoittajaa. Verotuksellisten seikkojen vuoksi tällainen rahasto voi sisältää vain tuotto-osuuksia, eli rahaston on jaettava vähintään 75 prosenttia

⁷⁹ UCITS-rahastot eivät kuitenkaan ole vaihtoehtorahastoja. AIFMD:n 3:ssa resitaalissa todetaan: "Tämän direktiivin nojalla toimiluvan saaneilla vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajilla ei saisi olla oikeutta hoitaa [UCITS-] direktiivissä 2009/65/EY tarkoitettuja yhteissijoitusyhtiöitä."

⁸⁰ HE 94/2013 vp, s. 194–195.

⁸¹ Harju – Syyrilä 2001, s. 200; sekä HE 202/1998 vp, s. 21, 54.

⁸² VM111:00/2016, s. 21.

⁸³ HE 94/2013 vp, s. 10. Useissa eri rahastoesitteissä ilmenee, että vähimmäissijoitukset on asetettu tavallisen piensijoittajan ulottumattomiin niiden ollessa useiden miljoonien eurojen suuruisia. Ks. esim. eräät raaka-ainerahastot Aktia Commodity C ja D -osuusluokat (1 M€), Aktia Rahastoesite, s. 12; Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Resources (1 M€), Estlander & Partners Rahastoesite 12.2.2018, s. 11; sekä OP Private -erikoissijoitusrahastoista esimerkiksi Korkostrategia II (5 M€), Osakestrategia II (5 M€), Strategia 25 II (5 M€) sekä Strategia 50 II (5 M€) yms. Ks. OP rahastoesite s. 16–17.

⁸⁴ HE 94/2013 vp, s. 203.

⁸⁵ Vireillä olevassa SRL:n kokonaisuudistuksessa rahasto-osuudenomistajien vähimmäismäärä ehdotetaan alennettavaksi 50:stä 30:een. KS. SRL-työryhmämuistio 2018, s. 58.

vuosittaisesta realisoituneesta tuotosta rahasto-osuudenomistajille.⁸⁶ Tällaiset ”single investor fund”-tyyppiset erikoissijoitusrahaston muotoon strukturoidut ratkaisut mahdollistavat hyvin varakkaiden ammattimaisten sijoittajien omaisuudenhoidon heille yksilöidyn rahaston muodossa säilyttäen kuitenkin rahastosijoittamiselle tyypilliset piirteet.⁸⁷ Avoimuutta koskeva lähtökohta soveltuu lähtökohtaisesti myös tällaiseen yksilöityyn rahastoon, mutta ongelma voidaan ratkaista asettamalla vähimmäismerkintää koskeva rahamääräinen raja niin korkeaksi, että se käytännössä rajaa sijoittajajoukkoa, joka voi ylipäättään täyttää tällaiset kriteerit. Lisäksi käytännössä on havaittu myös nimenomaisesti ilmaistuja ehtoja, joiden mukaan tiettyä osuussarjaa tarjotaan vain ammattimaisille sijoittajille.⁸⁸

Edellä esitettyjen tulkintojen perusteella SRL:n mukaisten rahastojen, kuten erikoissijoitusrahaston, voidaan katsoa pohjautuvan edelleen sopimusmalliin, jonka myötä niihin sovelletaan sopimusoikeudellista sääntelyä siltä osin kuin SRL:ssä ei ole toisin säädetty. Vaikka sopimusmallista vaihtoehtorahastoa eli erikoissijoitusrahastoa säännellään myös AIFML:ssä, se ei muuta tilannetta. Edellä todetusti AIFML:n soveltamisala koskee yhtä lailla kaikkia vaihtoehtorahastoiksi määriteltäviä rahastoja niiden oikeudellisesta muodosta riippumatta. Johdonmukaisimpana tulkintana voidaan pitää sitä, että erikoissijoitusrahasto perustuu voimassa olevan SRL:n ja AIFML:n sääntelyn mukaiseen sopimusmalliin, eikä sillä siten voida katsoa olevan oikeushenkilön statusta. Tällöin rahastoyhtiö toimii rahaston laillisenä edustajana suhteessa ulkopuolisiin. Siten luonnollisena voidaan pitää, että tutkimuksen kohteena on nimenomaan rahastoa edustavan rahastoyhtiön ja sijoittajan välisen oikeussuhteen tarkastelu.

2.1.2 Rahastoyhtiön ja sijoittajan välinen oikeussuhde

Rahastoa edustavan rahastoyhtiön ja rahasto-osuudenomistajan välistä oikeussuhdetta ei ole kattavasti tarkasteltu varallisuus oikeudellisesta saatikka sopimusoikeudellisesta näkökulmasta.

⁸⁶ HE 94/2013 vp, s. 204.

⁸⁷ Ks. Barclays, July 2011, s. 5. ”The key difference between a fund of one and a MA [Managed Account] is the ownership and control of the assets. In a MA, the assets are owned and controlled by the investor; however, in a fund of one, the HF [Hedge Fund] manager retains control. Unlike a fund of one, a MA allows the investor to exercise control over the investments in the account. A fund of one is merely a single investor fund, and is subject to the HF manager’s control, is serviced by the HF manager’s own PB [Prime Broker], fund administrator, custodian, etc.”

⁸⁸ Ks. esim. FIM Rahastot -rahastoesite, s. 10 alaviite 1, jossa todetaan nimenomaisesti, että ”FIM Asuntotuotto Erikoissijoitusrahastosta on olemassa myös D-osuussarja, joka on tarjolla vain ammattimaiselle sijoittajalle”.

Jäljempänä esitetty pätee niin sijoitusrahastoihin kuin erikoissijoitusrahastoihin, joten tässä yhteydessä on perusteltua viitata niihin yhteisellä käsitteellä rahasto. Lainsäädännöstä ei myöskään johdu suoraviivaista määrittelyä tämän suhteen kuvailemiseksi. Norros näkee rahasto-osuudenomistajan ja rahastoyhtiön välisestä oikeussuhteesta normatiivisesti merkityksettömäksi. Norros kuitenkin pehmentää väitteensä pätevän ”ainakin velvoiteoikeudellisesta näkökulmasta.”⁸⁹ Edellä osoitetusti tämän oikeussuhteen tarkastelu voi kuitenkin olla mielekästä sopimusoikeudellisesta näkökulmasta, jolla saattaa olla myös olennaisia liityntöjä velvoiteoikeudellisiin kysymyksiin. Samalla voidaan myös selvittää voimassa olevan oikeuden mukaisia tulkintavaihtoehtoja.

Esineoikeudellisesti SRL:n mukaiset rahastot jakautuvat keskenään yhtä suuriin rahasto-osuuksiin, jotka tuottavat omistajalleen suhteessa muihin omistajiin yhtäläiset oikeudet rahaston sisältämään varallisuuteen. Kukin rahasto-osuudenomistaja omistaa sijoituksen suuruuden mukaisesti määräytyvän määräosan rahastosta ja siten myös siihen kuuluvista sijoituskohteista.⁹⁰

Toisin kuin pääomarahastot, sijoitus- tai erikoissijoitusrahastojen ei voida yksiselitteisesti kategorisoida kuuluvan mihinkään yhtiöoikeudelliseen lokeroon, koska ne eivät ole oikeushenkilöitä. Rahasto ei siis ole oikeushenkilö, vaan varallisuusmassa, jonka puolesta rahastoyhtiö toimii. Tässä yhteydessä rahaston vastuukysymykset voidaan samastaa rahastoyhtiön vastuisiin, sillä rahastoyhtiö kantaa vastuun ja toimii sijoitusrahaston nimissä.

Edellä todetusti sijoitus- tai erikoissijoitusrahastoa koskevan rahastosijoituksen kontekstissa oikeussuhteen osapuolia ovat rahastoyhtiö ja rahasto-osuudenomistaja. Rahastoyhtiötä sääntelee ensi sijassa SRL:n säännökset, FIVA:n määräykset ja ohjeet sekä yksittäisen rahaston toiminnassa rahaston säännöt. Siltä osin kuin tarkasteltavaan kysymykseen ei ole löydettävissä vastausta lainsäädännöstä tai rahaston säännöistä, on edettävä oikeuslähdeopin mukaisessa järjestyksessä alemman asteisiin oikeuslähteisiin. Norroksen mukaan tällöin vastausta voidaan etsiä lähinnä yleisistä oikeusperiaatteista ja reaalista argumenteista ja ”muodollisjuridisista konstruktioista”.⁹¹

⁸⁹ Norros 2009, s. 338. Sen sijaan Norros näkee tämän oikeussuhteen tarkastelun ”periaatteessa merkitykselliseksi” insolvenssioikeudellisesta näkökulmasta.

⁹⁰ Lauriala 2008, s. 169.

⁹¹ Norros 2009, s. 238.

Rahasto-osuudenomistajan oikeusaseman perustaa niin ikään SRL:n keskeisesti määrittämät säännökset ja useimmat niistä ovat voimassa pakottavina rahasto-osuudenomistajan eduksi.⁹² Harjun ja Syyrilän tapaan rahasto-osuudenomistajan oikeussuhteen sisällön voidaan katsoa muodostuvan hallinnoimis- ja varallisuus oikeuksista. *Hallinnoisoikeuksilla* tarkoitetaan muun muassa rahasto-osuudenomistajien oikeutta käyttää puhevaltaa ja äänioikeutta rahasto-osuudenomistajien kokouksessa; oikeuden käyttäminen edellyttää, että rahasto-osuudenomistajan saanto on asianmukaisesti rekisteröity rahastoyhtiön ylläpitämään rekisteriin. *Varallisuus oikeudet* koostuvat tuotto-osuuden osalta oikeuteen rahaston sääntöjen mukaan maksettavaan tuottoon, joka muistuttaa osakeomistuksista maksettavaa osinkoa vertailtaessa sijoitusinstrumentteja. Tuotto-osuudelle maksetaan rahaston sääntöjen mukaan rahaston varojen arvonnousuun perustuva tyypillisesti vuotuinen tuotto. Muita varallisuus oikeuksiksi lukeutuvia rahasto-osuudenomistajan oikeuksia ovat oikeus kirjalliseen osuustodistukseen omistuksen merkiksi sekä esimerkiksi oikeus saada jako-osuus sijoitusrahaston lakkauttamisen yhteydessä.⁹³ Lisäksi sijoitusrahasto-osuuksia voidaan myös käyttää vakuutena, sillä sijoitus on siirtokelpoinen arvopaperi ja sellaisena likvidi rahastoyhtiön pääsääntöisesti jatkuvan lunastusvelvollisuuden vuoksi.⁹⁴

Oikeuden systematisoimiseksi tärkeä kysymys on myös se, millaiseksi rahastoyhtiön ja rahasto-osuudenomistajan välinen oikeussuhde voidaan kategorisoida. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että rahastoyhtiön ja osuudenomistajien suhteessa olisi oikeudellisesti kyse velkasuhteesta.⁹⁵ SRL 57.1 §:n mukaan rahasto-osuuden osuustodistuksen luovutukseen ja panttaukseen sovelletaan sinänsä velkakirjalain säännöksiä juoksevista velkakirjoista. Norros kuitenkin katsoo, että velkasuhdetulkintaa ei voida pitää tarkoituksenmukaisena, sillä SRL 25.1 §:n mukaan sijoitusrahaston varat kuuluvat osuudenomistajille.⁹⁶ Tämä tulkinta kyseenalaistaa sen käsityksen, voiko oma omaisuus olla velkasuhteen kohteena. Toisin sanoen, jos rahaston omaisuuden katsotaan kuuluvan rahasto-osuudenomistajalle, ei rahaston ja sijoittajan välistä suhdetta voida suoraviivaisesti kategorisoida velkasuhteeksi, vaan pikemminkin omistussuhteeksi. Tässä yhteydessä ei ole tarkoituksenmukaista mennä syvällisemmin rahasto-osuuden omistussuhteen pohdintaan, vaan fokus

⁹² Harju – Syyrilä 2001, s. 16–17.

⁹³ Harju – Syyrilä 2001, s. 16–17 ja HE 202/1998 vp, s. 10.

⁹⁴ Wuolijoki 2007, s. 406, 408–409. Wuolijoki tulkitsee Rahasto-osuuden olevan erillinen panttikelpoinen irtain esine. Kuten tutkimuksessa on esitetty, epälikvideinkin erikoissijoitusrahaston rahasto-osuus on tyypillisesti useita kertoja vuodessa lunastettavissa ja siten varsin likvidi.

⁹⁵ Norros 2009, s. 337.

⁹⁶ Norros 2009, s. 337.

on nimenomaan rahastoyhtiön ja rahasto-osuudenomistajan välisen suhteen oikeudellisessa arvioinnissa. Oikeustieteen systematisointitehtävän kannalta tälläkin pohdinnalla on paikkansa.

Varallisuus oikeudellisen määrittelyn kannalta olennainen on lain esitöissä esitetty näkemys, jonka mukaan osuudenomistajien omistus on määräosaista, ja se kohdistuu määräosan osoittamassa suhteessa rahastoon kuuluviin sijoituskohteisiin; niin ikään varojen lisäys tai vähentyminen jaetaan rahasto-osuudenomistajien kesken ennen arvomuutosta vallinneen omistussuhteen mukaisesti. Tiivistetysti rahasto-osuudenomistaja ei omista mitään konkreettista osaa sijoitusrahaston varoista.⁹⁷ Rahasto-osuudenomistajien omistusoikeus voidaan varallisuus oikeudellisesti luokitella yhteisomistussuhteeksi, johon ei kuitenkaan sovelleta yhteisomistuskäytäntöä sen 1 §:n 3 momentin mukaan.⁹⁸ Norros painottaa, että rahastomerkinnässä ei ole nimenomaisesti kyse sijoittajan rahastoyhtiölle antamasta lainasta, joka tulee sijoittajan rahaston sääntöjen mukaisesti ja joka perustaisi sijoittajalle saatavan rahasto-osuuksien arvon suhteessa. Sen sijaan varallisuus oikeudellinen suhde sisältää piirteitä velkasuhteesta, omaisuudenhoidosta ja varojen sijoittamiseen liittyvästä valtuutuksesta.⁹⁹

Luontevimmaksi käsitykseksi sijoitusrahaston ja rahastoyhtiön välisen suhteen jäsentämiseksi voidaan lopulta nähdä sopimussuhde Norroksen tapaan.¹⁰⁰ Myös Ruotsissa jo vuonna 1974 säädetyssä sijoitusrahastoja koskevassa laissa on omaksuttu sopimusoikeudellinen käsitys sijoitusrahastoista. Ruotsissa on vakiintuneesti katsottu sopimusoikeudellisen suhteen vallitsevan rahasto-osuudenomistajan ja rahastoyhtiön välillä.¹⁰¹ Koska rahasto ei ole oikeussubjekti, rahastoyhtiö tekee sen puolesta mutta rahaston nimissä esimerkiksi sijoituksia koskevia sopimuksia ja toimeksiantoja. Tällöin primääristä rahastosijoitusta koskevan sopimussuhteen osapuoliksi voidaan katsoa rahastoa edustava rahastoyhtiö ja tämän sopimuskumppaniksi sijoittaja, joka voi olla luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö. Kun rahastomerkintä on tapahtunut, sijoittajasta voidaan käyttää myös nimitystä rahasto-osuudenomistaja.

⁹⁷ HE 202/1998, s. 10.

⁹⁸ Harju – Syyrilä 2001, s. 57 ja HE 238/1986 vp, s. 10 ja 23.

⁹⁹ Norros 2009, s. 337.

¹⁰⁰ Norros 2009, s. 336–337.

¹⁰¹ Prop. 2002/03:150, s. 115.

2.2 Rahastomerkintää ohjaavat normit

2.2.1 SRL:n ja AIFML:n mukainen tiedonantovelvollisuus

Rahastoyhtiöllä on sijoitusrahastoa koskeva tiedonantovelvollisuus rahasto-osuudenomistajia ja sellaiseksi aikovia henkilöitä kohtaan sekä toisaalta valvovaa viranomaista kohtaan. Tiedonantovelvollisuus voidaan jakaa rahastomerkinnän tekemishetkestä tarkastellen ennakolliseen ja jälkiperäiseen tiedonantovelvollisuuteen.¹⁰² Ennakollinen tiedonantovelvollisuus käsittää yhtäältä tiedottamisen ja raportoinnin viranomaisille, joista keskeisimmät ovat FIVA, PRH ja Verohallinto. Ennakollisesti rahastoyhtiön on raportoitava sijoitusrahastoa tai erikoissijoitusrahastoa koskevista eräistä perustamis- ja hallinnointitoimista. Toisaalta ennakollisen tiedottamisen voidaan nähdä kohdistuvan myös olemassa olevia ja potentiaalisia sijoittajia kohtaan. Niin ikään rahastoyhtiön yhteistyökumppaneille ja säilytysyhteisölle on raportoitava useimmista rahastoa koskevista perustamis- ja muutostoimista. Jälkiperäinen tiedottaminen tarkoittaa rahastomerkinnän jälkeiseen aikaan kohdistuvaa sijoitusrahastoa koskevaa säännöllistä tiedottamista. Säännöllisen tiedottamisen lisäksi rahastoyhtiöllä on myös velvollisuus tiedottaa rahasto-osuudenomistajia mahdollisista muutoksista rahastodokumentaatiossa.¹⁰³

Käytännössä tiedottaminen toteutuu lain mukaan julkistamalla jokaisesta rahastoyhtiön hallinnoimasta sijoitusrahastosta rahastoesite ja säännöt, säännöllisiä katsauksia kuten puolivuotiskertomus sekä vuosikertomus.¹⁰⁴ Edellä mainitut dokumentit on lisäksi pidettävä ajan tasalla.¹⁰⁵

Arvopaperimarkkinoilla tapahtuva liikkeelle lasku, eli arvopapereiden tarjoaminen, tulee hyvin lähelle sopimusoikeudellista tarjousta. Liikkeelle laskun tulkintaan arvopaperimarkkinaoikeus luo kuitenkin oman problematiikkansa varjon, jota on syytä lyhyesti valaista. Tämä on olennaista sen selvittämiseksi, voidaanko rahastodokumentaation esillä pitämistä pitää sopimusoikeudellisesti relevanttina tarjouksena ja jos voidaan, missä tapauksissa. Rudanko on esittänyt hyvin tiukan

¹⁰² Jaottelu on kirjoittajan tekemä.

¹⁰³ Ks. SRL 43 a §:n 3 mom ja SRL 92 §.

¹⁰⁴ Vaatimus perustuu SRL 13 luvun säännöksiin. Vaihtoehtorahastoksi katsottavaa erikoissijoitusrahastoa hoitavaa rahastoyhtiötä koskee lisäksi AIFML 12 luvun 4 §:ssä säädetty vaatimus antaa sijoittajille ennen rahastoon sijoittamista ”olennaiset ja riittävät tiedot”. Käytännössä vaatimukset täytetään julkaisemalla rahastoesite sääntöineen ja lisäksi avaintietoesite, mikäli rahastoa tarjotaan ei-ammattimaisille sijoittajille.

¹⁰⁵ HE 202/1998 vp, s. 17.

tulkinnan, jonka mukaan arvopaperimarkkinaoikeudellista *tarjoamista*¹⁰⁶, joka on lähinnä rinnastettavissa tiedonantovelvollisuuksiin, kuten esitteiden laatimiseen, ei voida pitää sopimusoikeudellisena tarjouksena.¹⁰⁷ Rudanko kuitenkin lieventää tulkintaa esittämällä olevan mahdollista alentaa sopimussuhteen rajoja siten, että arvopaperimarkkinaoikeudellinen tarjous voidaan oikeusvaikutusten osalta rinnastaa sopimusoikeudelliseen tarjoukseen. Tällöin sopimuskäsitys muuttuu perinteisen tarjous–vastaus -mekanismin mukaisesta niin sanotun avoimen systeemin tai prosessin suuntaan. Tällöin sopimus syntyy vaiheittaisena prosessina. Tämän käsityksen mukaan markkinointi ja sitä seuraava sopimuksen tekeminen muodostaa jatkumon, jossa sopimuksen sitovuus lisääntyy vaiheittain. Tässä niin sanotussa avoimen systeemin sopimuskäsityksessä voidaan ottaa huomioon myös reaalisia argumentteja. Nämä reaaliset argumentit voivat perustaa arvopaperimarkkinoita koskevan sopimuksen. Tällaisen sopimuksen edellytyksenä on, että se sisältää riittävästi sopimussuhteita muistuttavia elementtejä.¹⁰⁸ Seuraavassa käydään AIFML:n säännöksiä vaihtoehtorahaston markkinoinnin osalta; näitä säännöksiä sovelletaan, kun erikoissijoitusrahastoa markkinoidaan eli tarjotaan sijoittajille.

AIFMD 4 artiklan 1 kohdan x alakohdan mukaan *markkinoinnilla* tarkoitetaan vaihtoehtorahaston hoitajan aloitteesta tai sen lukuun tapahtuvaa sen hoitaman vaihtoehtorahaston osuuksien tai osakkeiden tarjoamista suoraan tai välillisesti tai kohdentamista sijoittajille, joiden kotipaikka on EU:ssa. Rahastojen markkinoinnin osalta on lisäksi huomioitava FIVA:n ohjeet ja määräykset, joissa täsmennetään mm. kieltoa antaa markkinoinnissa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja sekä dokumentaation kanssa ristiriitaista tietoa.¹⁰⁹ Käsite on lisäksi pidettävä erillään *arvopaperien markkinoinnin* käsitteestä, jota säännellään AML 2:11:ssä ja joka on muotoutunut valvontakäytännössä.¹¹⁰ Vaihtoehtorahastojen markkinointi edellyttää siis ensinnäkin vaihtoehtorahastojen hoitajan aloitetta. Toiseksi markkinoitavana on oltava kyseisen

¹⁰⁶ Kursivointi kirjoittajan.

¹⁰⁷ Rudanko 1998, s. 57–59. Rudankon esittämää käsitystä voidaan pitää luontevana perinteisessä arvopaperimarkkinaoikeuden tilanteessa, joka on käsillä esimerkiksi julkisen ostotarjouksen tekemisessä. Irtaimen kauppaa koskevien sääntöjen soveltaminen arvopaperimarkkinoihin tuntuu ajatuksena vieraalta. Kuitenkin sopimus, jonka sisältönä on arvopaperimarkkinaoikeudellisesti relevantin toimenpiteen suorittaminen, ei lähtökohtaisesti pitäisi olla täysin poissuljettu. Rahastosijoittamista koskevan sopimuksen osalta sopimusoikeudelliseen arviointiin palataan jäljempänä tarjous–vastaus -mekanismin esittelyn ja sitä koskevien tulkintojen esittämisen yhteydessä jaksossa 3.2.5.

¹⁰⁸ Rudanko 1998, s. 58–59.

¹⁰⁹ Ks. FIVA 15/2013, s. 23–24. Ks. myös SRL 89.3 § ja AIFML 12:3, joissa säädetään totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen kiellosta. Kielto on niin vahva, että sitä sovelletaan AIFML 12:3.2:n mukaan myös *reverse solicitation* -tilanteissa, mitä voidaan pitää johdonmukaisena ja sijoittajan suojan tavoitetta palvelevana.

¹¹⁰ HE 94/2013 vp, s. 143. Arvopaperien markkinoinnin käsite on lähtökohtaisesti laaja ja sillä tarkoitetaan kaikkea arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamisen ja vaihdannan edistämiseen tähtäävää toimintaa.

vaihtoehtorahastojen hoitajan vaihtoehtorahasto. Tarjoaminen sinänsä voi tapahtua suoraan tai välillisesti. Määritelmän mukaiseksi markkinoinniksi ei pääsääntöisesti katsota toimintaa, johon ei keskeisesti kuulu osuuksien tarjoamista. Lain esitöissä täsmennetään, että markkinoinniksi ei voitaisi katsoa ammattimaisille asiakkaille kohdennettua toimintaa, jonka tavoitteena ei ole sitovan sijoitussitoumuksen tekeminen. Tällaisia tilanteita voivat olla AIFM:n järjestämät sijoittajatilaisuudet eli niin sanotut *road show* -tilaisuudet, jos niissä ei tehdä yksilöityä myynti- tai ostotarjousta vaihtoehtorahaston osuuksista, vaan lähinnä esitellään eri tuotteita. Niin ikään sellaiset tilanteet, joissa sijoittaja itse on ottanut yhteyttä AIFM:aan, ei voitaisi lähtökohtaisesti katsoa markkinoinniksi; tällaisista tilanteista, joissa sijoittaja on aloitteellinen sijoituskohteen valinnassa ja ottaa yhteyttä vaihtoehtorahastojen hoitajaan, käytetään termiä *reverse solicitation*.¹¹¹

Luonteeltaan avointa erikoissijoitusrahastoa koskevan rahastodokumentaation esillä pitämistä voidaan pitää rahasto-osuuksien tarjoamisena ja AIFML:n käsitteistössä rahasto-osuuksien markkinointina. Tyypillisesti materiaalit voivat olla sijoittajien saatavilla verkkosivujen välityksellä tai sijoituspalveluntarjoajien luona. Tällainen tarjoaminen voidaan sopimusoikeudellisesti tulkita avoimeksi tarjoukseksi, johon sijoittaja voi antaa oman vastauksensa ja siten saada sopimuksen aikaiseksi. Toinen tulkintavaihtoehto on, että sijoittajan materiaaleihin perustama tahdonilmaisu tulkittaisiin tarjoukseksi, ja rahastoyhtiön päätettäväksi jäisi, hyväksyykö se tarjouksen. Jälkimmäistä tulkintaa voidaan pitää ongelmallisena, sillä rahastoyhtiötä velvoittava yhdenvertaisen kohtelu periaate johtaa käytännössä sopimuspakkoa muistuttavaan tilanteeseen. Kuten todettua, sijoitusrahastojen avoimuuden nimissä sääntelyllä on pyritty estämään rahastoyhtiöitä valikoimasta asiakkaitaan. Tästä syystä hyvin vahva reaalin argumentti on, että sopimusoikeudellisesti tarjouksen voitaisiin havainnoida tulevan rahastoyhtiöltä ja vastauksen sijoittajalta, mikäli halutaan soveltaa perinteistä tarjous–vastaus -mekanismia. Jäljempänä sopimusoikeudellisten teorioiden yhteydessä esitetään vaihtoehtoisia tapoja selittää sopimuksen syntyminen tarkastellussa tilanteessa. Tässä yhteydessä on olennaista havaita tarjouksen käsitteen monitulkintaisuus.

Tämän tutkimuksen kannalta on mielekäästä pohtia sitä, minkä sisältöisen tarjouksen tällainen menettely voi muodostaa *inter partes* rahastoyhtiön ja sijoittajan välille. Tutkimuskysymyksen kannalta relevanttia on tiedostaa myös markkinoinnin merkitys sopimuksen syntymisen näkökulmasta, mihin palataan myöhemmin.

¹¹¹ HE 94/2013 vp., s. 144, 146; Ks. myös ESMA/2015/1235, kohta 276, s. 78.

2.2.2 Erikoissijoitusrahaston säännöt

Rahaston toiminnan kannalta keskeisin dokumentti on sen säännöt. SRL 23.2 §:ssä säädetään suoraviivaisesti, että ”sijoitusrahastolla on oltava säännöt”. SRL 3 a §:n mukaan edellä mainittua säännöstä sovelletaan myös erikoissijoitusrahastoon. Säännöt määrittävät rahaston toiminnalle puitteet, joiden asettamissa raameissa rahastoyhtiön on hoidettava sijoitusrahastoa ja sen sijoitustoimintaa.¹¹² Rahaston sääntöjen voidaan nähdä kuvaavan rahastojen oikeudellisen luonteen, jota muu rahastodokumentaatio ja esimerkiksi markkinointimateriaali pyrkii lähinnä esittämään eri muodoissa ja täydentämään siltä osin kuin säännöt jättävät liikkumavaraa. Näin on esimerkiksi palkkioiden osalta. Palkkiot esitetään alalla vakiintuneesti säännöissä enimmäismäärinä, ja kulloinkin rahastoyhtiön hallituksen päätöksen mukaisesti perittävät palkkiot esitetään rahastoesitteessä.

AIFMD:n implementoinnin yhteydessä erikoissijoitusrahaston sääntöjen vahvistamisesta luovuttiin, koska direktiivi ei edellytä sääntöjen vahvistamista. Samalla säädettiin uusi erikoissijoitusrahastojen sääntöjen viranomaiskontrollia koskeva SRL 43 a §.¹¹³ Erona sijoitusrahaston sääntöihin on se, että erikoissijoitusrahaston säännöt ovat voimassa rahastoyhtiön hallituksen päätöksenä, jonka sisällön lainmukaisuuden FIVA on arvioinut tiedoksiannon johdosta. Sen sijaan sijoitusrahaston säännöt voidaan katsoa saavan hallintopäätöksen muodon, sillä FIVA vahvistaa sijoitusrahaston säännöt SRL 43.1 §:n mukaisesti niiden täyttäessä laissa säädetyt vaatimukset.

SRL 43 a §:n mukaan erikoissijoitusrahaston sääntöjen on oltava lain mukaiset ja selkeät. Lain mukaisuudella tarkoitetaan muun muassa SRL 41 §:ssä sääntöjen sisällölle asetettujen edellytysten täyttymistä. Erikoissijoitusrahasto eroaa sijoitusrahastosta siten, että siihen sovelletaan vain osaa SRL:n säännöksistä, mikä ilmaistaan SRL 3 a §:ssä. Edellä mainittu säännös on keskeisin SRL:n säännös pohdittaessa sitä, millaiseksi erikoissijoitusrahaston säännöt voidaan tehdä ja miten sen toiminta voi erota UCITS-direktiivin mukaisesta sijoitusrahastosta. Säännöistä on käytävä selkeästi ilmi, mitä erityispiirteitä kyseiseen rahastoon liittyy. Esimerkiksi tyypillistä on, että erikoissijoitusrahaston sääntöihin tehdyllä määräyksellä poiketaan SRL:n sijoitusrahastoja koskevista säännöksistä, kuten ”rajoituksista koskien [r]ahaston sijoituskohteita, varojen

¹¹² Harju – Syyrilä 2001, s. 179.

¹¹³ HE 94/2014 vp, s. 203.

hajauttamista, arvonlaskennan ajankohtia, merkintöjen ja lunastuksien tiheyttä”.¹¹⁴ Mahdollinen poikkeus voi koskea myös sijoittamista ETA:n ulkopuolelle.¹¹⁵ Useat varsinkin hedge-tyyppiset rahastot hyödyntävät poikkeamista sijoittamalla johdannaissopimuksiin.¹¹⁶ Myös arvopapereiden ja rahoitusvälineiden lyhyeksi myyminen eli sellaisten rahoitusvälineiden, joita myyjä ei kaupantekohetkellä omista, myyminen on mahdollista erikoissijoitusrahastoille.¹¹⁷ Myös muihin rahastoihin sijoittaminen on tiettyyn rajaan asti mahdollista ilman että kyseessä voidaan katsoa olevan syöttörahasto.¹¹⁸

Erikoissijoitusrahaston ollessa myös sopimusmalliin perustuva vaihtoehtorahasto on lisäksi huomioitava myös AIFML:n 12:1.3:ssa säädetty kielto aloittaa vaihtoehtorahaston markkinointi ennen kuin vaihtoehtorahaston hoitaja (rahastoyhtiö) on saanut FIVA:lta AIFML 21:4:ssä tarkoitetun ilmoituksen ns. markkinoinninaloittamisilmoituksen käsittelypäätöksestä. Lainsäätäjä on katsonut AIFML:n säätämisen myötä, että erikoissijoitusrahaston syntyminen juridisesti on sidottu siihen hetkeen, kun vaihtoehtorahastojen hoitaja saa AIFML 21:4:ssä tarkoitetun ilmoituksen FIVA:n päätöksestä, jolla vaihtoehtorahaston markkinoinnin saa aloittaa.¹¹⁹

Sääntöjen vähimmäissisällöstä säädetään SRL 41 §:ssä. Erikoissijoitusrahaston säännöissä on mainittava vähintään rahaston nimi, sijoituspolitiikka, rahasto-osuuksien luonne ja rahastoon liittyvät palkkiot. Lisäksi SRL 41 §:n 3 momentin mukaan erikoissijoitusrahaston säännöistä on lisäksi selkeästi käytävä ilmi ne seikat, joiden vuoksi sijoitusrahastoa pidetään erikoissijoitusrahastona.

Sijoituspolitiikasta riippuen sääntöihin voi johtua lisävaatimuksia muista SRL:n säännöksistä. Rahasto-osuuksien lajin osalta on nimenomaisesti mainittava, onko erikoissijoitusrahastossa tuotto- vai kasvuosuuksia vai molempia.¹²⁰ Palkkioiden osalta SRL edellyttää rahastoyhtiölle ja

¹¹⁴ Ks. esim. CapMan Collection Erikoissijoitusrahaston säännöt 1 kohta.

¹¹⁵ Ks. esim. Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Eliksir säännöt 1 § 2 kohta.

¹¹⁶ Ks. esim. Erikoissijoitusrahasto eQ Euro Investment Grade Indeksi rahastokohtaiset säännöt 5 §:n 4 kappale; Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Eliksir säännöt 1 §:n 2 kappale; Erikoissijoitusrahasto Evli Factor Premia säännöt 1 §:n 2 kappale. OP-Raaka-aine -erikoissijoitusrahasto 3 §:n 3–5 kappaleet; Erikoissijoitusrahasto Aktia Commodity rahastokohtaiset säännöt 5 §:n 1 kappale ja 4 kappaleen 4) –alakohhta; sekä Erikoissijoitusrahasto POP Korkosalkku rahastokohtaiset säännöt 5 §:n 2 kappale.

¹¹⁷ Ks. esim. Erikoissijoitusrahasto HCP Black säännöt 1 §:n 2 kappale sekä OP-Raaka-aine -erikoissijoitusrahasto säännöt 3 §:n 2 kappale.

¹¹⁸ Ks. esim. Erikoissijoitusrahasto Investium Kiinteistövarainhoito säännöt 1 §:n 2 kappale.

¹¹⁹ HE 94/2013 vp, s. 203.

¹²⁰ Ks. SRL 47 §.

säilytysyhteisölle sekä muille tahoille maksettavien palkkioiden yksilöimistä.¹²¹ Tyypillisesti kaupankäyntikulut ja hallinnointipalkkiot maksetaan sijoitusrahaston varoista. Lisäksi rahasto-osuuksien merkinnästä ja lunastuksesta voidaan periä rahaston sääntöjen mukaan määräytyviä merkintä- ja lunastuspalkkioita. MiFID II -sääntelyn astuttua voimaan 3.1.2018 sijoituspalveluntarjoajien on entistä tarkemmin kyettävä esittämään finanssituotteeseen eli myös rahastoon liittyvät kulut. Vaikka sääntelyn vaatimus ei välittömästi kohdistu rahastoyhtiöihin, ne joutuvat kuitenkin osalliseksi sääntelyyn finanssituotteen valmistajan asemassa.¹²² Käytäntöjä helpottamaan eurooppalainen rahastoalan järjestö EFAMA on kehittänyt vakiolomakkeen niin sanotun European Mifid Template (EMT) -taulukon, joka sisältää yksityiskohtaiset erittelyt muun muassa tuotteen kuluista. Rahastojen jokaisen rahasto-osuusluokan¹²³ osalta eritellään kaikki pyydetyt tiedot. Tämä parantaa entisestään rahaston kuluista sijoittajille annettavaa tietoa, varsinkin mikäli sijoittajat asioivat rahastoja välittävissä sijoituspalveluyrityksissä. Asiaa on syytä hiukan taustoittaa, sillä erityisesti palkkioilla on suuri merkitys rahastosijoitusta koskevassa sopimussuhteessa. Rahastoyhtiölle palkkiot muodostavat merkittävän osan liiketoiminnan tuloja. Sijoittajalle kulut rasittavat sijoituksesta mahdollisesti saatavaa tuottoa sitä vähentävästi. Siksi myös palkkioiden tuleminen osaksi rahastosijoitusta koskevaa sopimusta on olennaista, ja esimerkiksi rahastoesitteessä kulut muodostavat yhden keskeisimmistä osioista.

Rahastoyhtiö voi SRL 23.1 §:n mukaan perustaa yhden tai useamman sijoitusrahaston. Edellä kerrotusti lainsäädännössä asetetaan tietyt vähimmäisvaatimukset sijoitusrahaston säännöille. Rahastoyhtiön hallitus päättää uusien sijoitusrahastojen perustamisesta, jollei rahastoyhtiön yhtiöjärjestyksestä muuta ilmene. Käytännössä lähes kaikki rahastoyhtiöt hallinnoivat useampia sijoitusrahastoja.¹²⁴ Rahastoyhtiön hallituksella on vastaavasti myös oikeus muuttaa hallinnoimansa sijoitusrahaston sääntöjä päätöksellään SRL 23.2 §:n mukaisesti. Pääsääntöisesti sijoitusrahaston sääntöjen muutos tulee voimaan yhden kuukauden kuluessa siitä lukien, kun FIVA on saanut tietoonsa muutoksen ja muutos on saatettu osuudenomistajien tietoon sijoitusrahaston säännöissä

¹²¹ Harju – Syyrilä 2001, s. 182–183; Ks. myös SRL 92 §:n 2 momentin 1 alakohta sekä rahastoesitteestä annettu VMA 438/2016 5 §:n 1 momentin 2 ja 3 alakohdat.

¹²² MiFID II -direktiivin 71 resitaalissa on nimenomaisesti perusteltu sijoituspalveluyritysten velvollisuutta varmistua tiedonsaannista myös tilanteessa, jossa ne eivät itse ole valmistaneet finanssituotetta.

¹²³ Rahasto-osuusluokalla tai rahasto-osuussarjalla tarkoitetaan samaa asiaa eli eriävää rahaston sisällä tehtävää jaottelua. On mahdollista, että eri rahasto-osuusluokissa/-sarjoissa on rahasto-osuuksia, jotka eroavat muun muassa lajiltaan (tuotto-/kasvuosuudet), kuluiltaan esimerkiksi vähimmäissijoitusmäärien tai kohderyhmän (ammattimaiset sijoittajat tai ei-ammattimaiset sijoittajat) mukaan.

¹²⁴ Harju – Syyrilä 2001, s. 179 ja Sijoitusrahastolista 31.12.2017.

määrätyllä tavalla (SRL 43.3 §). Erikoissijoitusrahaston sääntöjä ei sen sijaan tarvitse vahvistuttaa FIVA:ssa, vaan riittävää on antaa erikoissijoitusrahaston säännöt tiedoksi FIVA:lle SRL 43 a §:n mukaan. Viranomaisen harjoittama etukäteiskontrolli on osa sääntelyn noudattamisen varmistamista. FIVA:lla on eräänlainen veto-oikeus, nimittäin se voi vaatia 43 a §:n 2 momentin mukaan erikoissijoitusrahaston sääntöjen muuttamista tai asettaa tehtävänsä edellyttämän valvonnan kannalta välttämättömiä rajoituksia ja ehtoja. Edellytyksenä on, että ilman rajoituksia tai ehtoja FIVA pitää todennäköisenä, että rahoitusmarkkinoiden vakaus, toimivuus tai luottamus rahoitusmarkkinoiden toimintaan voi vaarantua; tai että sijoitustoimintaa koskevat sääntöjen määräykset ovat riittämättömiä riskienhallinnan ja sijoittajansuojan kannalta taikka sääntöjä on muutoin pidettävä erikoissijoitusrahaston osuudenomistajien edun vastaisena. Pääsääntöisesti muutetut erikoissijoitusrahaston säännöt tulevat 43 a §:n mukaan voimaan kuukauden kuluttua siitä lukien, kun muutos on saatettu rahasto-osuudenomistajien tietoon kyseisen rahaston säännöissä määrätyllä tavalla.

Säännöillä on näin ollen keskeinen vaikutus siihen, millaisia oikeuksia ja velvollisuuksia rahastosijoitusta koskevan suhteen kumpikin osapuoli saa osakseen tai on velvoitettu tekemään – kuten esimerkiksi millaisia palkkioita sijoittaja on velvollinen suorittamaan ja millä edellytyksin sijoittaja on oikeutettu saamaan tuotto-osuudelleen voitonjakoa rahastosta. Säännöt velvoittavat rahastoyhtiötä, mutta niillä on yhtä lailla vaikutuksia rahasto-osuudenomistajaan. Tämän tutkimuksen osalta mielenkiinnon kohteena on sääntöjen asema sopimusoikeudellisesta perspektiivistä tarkasteltuna, mihin palataan tarkemmin jaksossa 3.3.2.

2.2.3 Rahastoesite

Rahastoesite on lakisääteisesti sijoittajaa varten laadittava pakollinen rahastoasiakirja, jonka tehtävä on antaa sijoittajalle tietoja kyseessä olevasta rahastosta ja sitä hallinnoivasta rahastoyhtiöstä. Siihen tutustumalla sijoittaja voi selvittää kyseisen rahaston keskeisimmät ominaisuudet.¹²⁵ Rahastoesitteessä kuvataan mm. kyseessä olevan sijoitusrahaston tai erikoissijoitusrahaston keskeisimmät ominaisuudet, kuten tietoa sijoituspolitiikasta, salkunhoitajista, rahaston historiallisesta kehityksestä,

¹²⁵ Harju – Syyrilä 2001, s. 244 sekä 246–247.

sijoitukseen liittyvistä kuluista, riskeistä.¹²⁶ Rahastoesitteen vähimmäissisällöstä ja tietojen esittämistavoista määrätään yksityiskohtaisesti rahastoesitteestä annetussa VMA:ssa 438/2016.

SRL 92.1 §:ssä säädetyn rahastoesitettä koskevan pääsäännön mukaan rahastoyhtiön on julkaistava jokaisesta hallinnoimastaan sijoitusrahastosta ja erikoissijoitusrahastosta esite, eli rahastoesite. Rahastoesite on pidettävä ajan tasalla ja siihen on liitettävä sijoitusrahaston säännöt. SRL 92.2 §:n mukaan rahastoesitteen on sisällettävä olennaiset ja riittävät tiedot sijoitusrahaston sijoitustoiminnan tavoitteista ja sen muista ominaisuuksista. Rahastoesite on lisäksi päivittävä sekä otsikoitava selkeästi rahastoesitteeksi erotuksena muista, esimerkiksi markkinointia varten laadituista, esitteistä rahastoesitteistä annetun VMA:n 2 §:n mukaan. Lisäksi rahastoesitteestä on ilmentävä sijoitusrahastoa hallinnoivan rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön tiedot. Tarkoitus on mahdollistaa sijoittajille luotettavan arvion tekeminen kyseisestä sijoitusrahastosta ja siihen liittyvistä riskeistä.¹²⁷ Rahastoesitteen vähimmäissisällöstä ja esitystavasta määrätään tarkemmin VMA:ssa 146/2012. Asetuksen 2 §:n mukaan rahastoesite on päivittävä ja selkeästi otsikoitava rahastoesitteeksi, jotta se voidaan erottaa muista esitteistä. Lisäksi esitteessä on kerrottava vaaditut tiedot ”selkeästi ja ymmärrettävästi ottaen huomioon sijoitusrahaston tyypillinen sijoittajakohderyhmä”. Pyynnöstä rahastoesite on myös toimitettava asiakkaalle kirjallisena veloituksetta.¹²⁸ Näillä säännöksillä pyritään sijoittajan suojaamiseen ja tiedollisen asymmetrian vähentämiseen sijoittajan ja rahastoyhtiön väliltä.¹²⁹

Käytännössä rahastoesitteitä on olemassa yhtä paljon erilaisia kuin on rahastoja eri brändien alla. Samalla rahastoyhtiöllä saattaa olla useiden eri brändien alla olevia rahastoja hallinnoitavanaan.¹³⁰ Pisimmälle viety esimerkki brändäyksestä on saman rahaston eri osuusluokkien myyminen eri ehdoilla ja eri tuotemerkkien alla. Näin on menetellyt FIM Varainhoito Oy, joka hallinnoi muun muassa FIM- ja S-rahastoja. Rahastoesitteessä tuodaan ilmi, että ”S-Rahastot ovat sijoitusrahastoja tai FIM Rahastojen osuussarjoja, jotka on suunnattu S-ryhmän osuuskauppojen

¹²⁶ Puttonen – Repo 2011, s. 31–32.

¹²⁷ Harju – Syyrilä 2001, s. 246–247.

¹²⁸ Ks. SRL 97.1 § ja 97.4 §.

¹²⁹ Harju – Syyrilä 2001, s. 245–253 sekä 259–261. Ks myös HE 202/1998 vp, s. 34.

¹³⁰ Ks. esim. FIM Varainhoito Oy:n hallinnoimien LähiTapiola -erikoissijoitusrahastoja koskeva mm. Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola Sijoituskiinteistöt –rahastoesite 27.11.2017. rahastoesite ja FIM-rahastoja koskeva FIM Rahastot -rahastoesite 12.2.2018. Lisäksi muun muassa Estlander & Partners Rahastoyhtiöllä on hallinnoitavanaan useiden eri markkinointinimien alaisia rahastoja.

asiakasomistajille”.¹³¹ Eri viiteryhmään kuuluville sijoittajille saatetaan siis myydä teknisesti ottaen samaa rahastoa eri ehdoilla; tämä on kuitenkin hyväksyttävää sillä sijoittajien erilaiselle kohtelulle on hyväksyttävä syy, kuten edellytetty asiakkuus. Tämänkaltaiset järjestelyt ovat hyvin tyypillisiä erityisesti vallitsevan ulkoistamissuuntauksen aikana, jolloin eri toimijat pyrkivät keskittymään ydintehtäviinsä, kuten salkunhoitoon eli sijoituskohteiden valitsemis- ja irtaantumispäätösten tekemiseen. Samanaikaisesti saatetaan ulkoistaa mm. rahastoon liittyvä hallinnointi ja lakisääteinen raportointi niin sanottuun rahastohotelliin. Tämän kaltainen kehityskulku on nähty jo Euroopassa ja nyt trendi on vähitellen rantautumassa myös Suomen rahastomarkkinoille.¹³²

2.2.4 Merkintälomake

Sijoitusrahastotoiminnan käytäntöön olennaisesti liittyvä työkalu on merkintälomake. Merkintälomake¹³³ on alalla kehitetty käytännön työkalu, jonka avulla rahastoon sijoittaa mielivä sijoittaja antaa tietoja omasta henkilöstään, sijoitussummasta ja sijoituskohteesta eli rahastosta sekä rahasto-osuusluokasta, mikäli rahastossa on useita rahasto-osuusluokkia. Tyypillistä on, että merkintälomake allekirjoitetaan ja toimitetaan Rahastoyhtiölle. Merkintälomake voidaan myös täyttää ja sitten muuntaa sähköiseksi ja toimittaa digitaalisesti. Kyse on kuitenkin samasta merkintälomakkeesta, toimitettiinpa se missä muodossa tahansa. Tyypillisesti merkintälomakkeessa sijoittajan edellytetään tutustuneen rahastoa koskevaan dokumentaatioon, kuten sääntöihin ja rahastoesitteeseen.¹³⁴ Esitetyn hypoteesin mukaan näin toimiessaan sijoittaja tekee rahastoyhtiölle toimeksiannon rahasto-osuuksien merkitsemisestä, mikä konstituoii sopimuksen osapuolten välille.

Merkintälomake on ennen kaikkea digitalisaatiota edeltävän aikakauden käytännön luoma asiakirja, mutta se ei ole menettänyt merkitystään myöskään sähköisessä kaupankäynnissä. Sähköisessä rahastomerkinnässä tiedot voidaan toimittaa skannatulla tai sähköisesti täytetyllä merkintälomakkeella. Annettujen tietojen perusteella rahastoyhtiö arvioi merkintäpyyntöä ja tarkistaa, täyttääkö se rahaston säännöissä määrätyt edellytykset esimerkiksi vähimmäissijoituksen määrän osalta. On erotettava tilanne, jossa merkintä tehdään sähköisesti käyttäen sähköistä vahvaa

¹³¹ Ks. FIM Rahastot –rahastoesite 12.2.2018, s. 18.

¹³² Ks. artikkeli "New hedge fund hotel awaits those wanting to escape to the mountains", http://www.opalesque.com/55766/IFIT/New_hedge_fund_hotel_awaits_those_wanting961.html.

¹³³ Katso liite 2, esimerkki rahastoyhtiön käyttämästä merkintälomakkeesta.

¹³⁴ Harju – Syyrilä 2001, s. 246–247.

tunnistamista, eli käytännössä verkkopankin kautta.¹³⁵ Tällöin palvelussa ei tavallisesti edellytetä erillisen merkintälomakkeen käyttämistä, vaan merkintäprosessi on automatisoitu palveluun. Tällöinkin sijoittajan on annettava rahastomerkinnän edellyttämät tiedot, mutta tämä tapahtuu suoraan palveluun luodun prosessin kautta. Merkintäsumma maksetaan tyypillisesti osana tätä prosessia, jolloin toimeksiannon jääminen välitilaan ei yleensä ole mahdollista.

Merkintälomakkeita on olemassa hyvin erilaisia.¹³⁶ Yhteistä niille on kohdat, jotka ohjaavat sijoittajaa ilmoittamaan tietoja itsestään, sijoituskohteestaan ja sijoitussummasta. Tutkimuksen liitteenä olevassa merkintälomakkeessa sijoittajan allekirjoitusta edeltää seuraava klausuuli:

”Vakuutan, että allekirjoittamalla tämän merkintälomakkeen ja siten merkitsemällä rahastosuusia, en riko kotimaani lakia tai sääntöjä. Vakuutan, että rahastoyhtiö voi luottaa annettuihin tietoihin ja hyväksyn, että rahastoyhtiö voi antaa minua koskevia tietoja viranomaisille, mikäli he niitä pyytävät. Ilmoitan rahastoyhtiölle viivytyksettä tietoihin tulevista muutoksista.”¹³⁷

Sopimusta koskevassa jaksossa palataan siihen, mikä merkitys merkintälomakkeella annettavalla tahdonilmaisulla voidaan tulkita olevan. Tässä yhteydessä on huomattava, että merkintälomakkeet vakiintuneen käytännön mukaisesti vahvistetaan sijoittajan tai hänen valtuuttamansa edustajan allekirjoituksella. Tämä lisää merkintälomakkeen merkitystä rahastodokumenttina sekä toisaalta herättää perustellun kysymyksen sen asemasta sopimusoikeudellisena instrumenttina.

Merkintälomakkeella kerätään sijoittajaa koskevia tietoja asiakkaan tuntemisen tarkoituksessa, joka on rahastoyhtiön lakisääteinen velvoite. Velvoitteelle on tunnistettavissa kaksi oikeusperustetta: ensinnäkin velvollisuudesta säädetään SRL 144 §:ssä, jonka mukaan rahastoyhtiön on tunnettava asiakkaansa lisäksi myös asiakkaan todellinen edunsaaja ja henkilö, joka toimii asiakkaan lukuun. Toiseksi velvollisuutta täsmennetään rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä annetun lain (444/2017) mukaisella KYC-periaatteella. Rahastoyhtiön tulee siis tunnistaa asiakas ja toiseksi merkintäsumman maksamiseen käytettävien varojen alkuperä, jotta voidaan varmistua, ettei asiakas syyllisty rahanpesuun tai terrorismin rahoittamiseen. Lisäksi tiedot palvelevat rahastoyhtiön velvollisuutta raportoida asiakkaiden sijoituksiin liittyviä tietoja veroviranomaisille.

¹³⁵ Ks myös vahvasta sähköisestä tunnistamisesta ja sähköisistä luottamuspalveluista annettu laki 617/2009 muutoksineen.

¹³⁶ Ks. liitteet 2 ja 3, joiden tarkoitus on antaa esimerkkejä markkinoilla käytettävistä merkintälomakkeista.

¹³⁷ Ks. liite 2, s. 3.

2.3 Sopimussuhteen osapuolet

2.3.1 Rahastoyhtiö

Käsitteiden käytön selkeyttämiseksi sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan SRL 2 §:n 1 kohdan mukaan varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista pääasiallisesti rahoitusvälineisiin tai kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin tai muihin sijoituskohteisiin sekä sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston hallinnoimista ja rahasto-osuuksien markkinoimista. Sijoitusrahastotoiminta on luvanvaraista, eli sitä saa harjoittaa vain rahastoyhtiö, jolle on myönnetty toimilupa SRL 3 §:n mukaan. Toimivaltainen viranomainen, tätä kirjoitettaessa Finanssivalvonta, myöntää toimilupia ja valvoo finanssimarkkinoilla toimivien – mukaan luettuna rahastoyhtiöiden – toimintaa siten kuin finanssivalvonnasta annetussa laissa 19.12.2008/878 säädetään.

Sijoitusrahastoa siis hallinnoi FIVA:lta toimiluvan saanut rahastoyhtiö, joka on SRL 2 §:n 3 kohdan legaalimääritelmän mukaan pääkonttoriaan Suomessa pitävä, kotimainen osakeyhtiö. Sijoitusrahastolain soveltamisalaa koskevassa SRL 1.1 §:ssä säädetään lain soveltamisesta rahastoyhtiön harjoittamaan toimintaan sekä yhteissijoitusyrityksen osuuksien markkinoimiseen yleisölle. Osakeyhtiö on katsottu ensimmäistä sijoitusrahastolakia säädettäessä tarkoituksenmukaiseksi yhteisömuodoksi yhtiön toiminnan luonteeseen nähden.¹³⁸ Yhtiön sijaintia koskevan vaatimuksen voidaan tulkita olevan omiaan helpottamaan markkinavalvojan työtä sekä lisäämään sijoittajansuojaa.

Rahastoyhtiön hallitus on rahastoyhtiössä päätösvaltaa käyttävä elin. Sen tärkeä tehtävä on päättää uusien sijoitusrahastojen perustamisesta, jollei rahastoyhtiön yhtiöjärjestyksestä muuta ilmene. Käytännössä lähes kaikki rahastoyhtiöt hallinnoivat useampia rahastoja.¹³⁹ Sen sijaan vain yksi rahastoyhtiö voi olla perustamassa yhtä rahastoa kerrallaan, eli toisin sanoen kahden tai useamman rahastoyhtiön yhdessä perustama sijoitusrahasto ei ole nykyainsäädännön mukaan mahdollinen SRL

¹³⁸ HE 238/1986, s. 11. Lain esitöissä täsmennetään: ”Ainoastaan osakeyhtiö voi toimia rahastoyhtiönä. Sijoittajien turvallisuuden vuoksi esitetään säädettäväksi, että vain julkisen valvonnan alainen rahastoyhtiö saa harjoittaa sijoitusrahastotoimintaa.”

¹³⁹ Harju – Syyrilä 2001, s. 179. Sijoitusrahastolista 31.12.2017. Poikkeuksiakin on, sillä esimerkiksi Alexandria Rahastoyhtiö Oy, CapMan Real Estate Oy, Front Varainhoito Oy, Gramont Capital Oy, PYN Rahastoyhtiö Oy sekä Trevian Rahastot AIFM Oy hallinnoivat 31.12.2017 ainoastaan yhtä erikoissijoitusrahasto-muotoista rahastoa. Ks. sijoitusrahastolista 31.12.2017.

23.1 §:ssä säädetysti. Kieltosäännöksen tarkoitus on varmistaa vastuunjakokysymys siten, että rahaston perustanut rahastoyhtiö kantaa aina viimesijaisen vastuun sijoitusrahaston hallinnoimisesta.¹⁴⁰ Säännöksellä pyritään siten ehkäisemään eturistiriitatilanteita.

Rahastoyhtiön pääasiallisena tehtävänä on laissa säädetysti harjoittaa sijoitusrahastotoimintaa. SRL 30 §:n mukaan rahastoyhtiö ei saa omistaa toisen rahastoyhtiön osakkeita tai hallinnoimansa sijoitusrahaston rahasto-osuuksia. Säännöksellä pyritään varmistamaan rahastoyhtiön vakavaraisuus. Erityisesti kielto sijoittaa rahastoyhtiön itse hallinnoiman sijoitusrahaston osuuksiin pyrkii suojaamaan yhtiön maksukykyä ja estämään vaikutukset siihen sijoitusrahastojen kehityksestä johtuvasta syystä.¹⁴¹ Toisaalta voidaan tulkita säännöksen noudattamisella voitavan estää sellainenkin tilanne, jossa rahastoyhtiö pyrkisi niin sanotusti keinotekoisesti, itse sijoittamalla rahastoon, pitämään yllä sellaista rahastoa, jonka pääomat ovat laskeneet lähelle tai alle kahden miljoonan euron vähimmäisrajaa, jolloin rahastoyhtiöltä edellytetään SRL 27.3 §:n mukaista ilmoitusta FIVA:lle. Tätä tulkintaa voidaan pitää perusteltuna, sillä rahaston arvon vaihtelut varsinkin lähellä vähimmäisrajaa aiheuttavat rahastoyhtiölle hallinnollista työtä. Jos tätä työtä voitaisiin omaan rahastoon sijoittamalla vähentää, se olisi tietyissä tilanteissa myös käytännöllinen vaihtoehto.

Harjoittaessaan sijoitusrahastotoimintaa, eli käytännössä rahaston hallinnointia sekä salkunhoitoa ja/tai riskienhallintaa, rahastoyhtiö toimii omissa nimissään ja sijoittajien, siis rahasto-osuudenomistajien, puolesta. Sijoittajalle rahastosijoittaminen on edellä todetusti passiivista sijoittamista, ja rahastoyhtiöllä on aktiivinen rooli näiden sijoitettujen varojen hallinnoimisessa rahaston sääntöjen mukaisesti. Rahastoyhtiö käyttää käytännössä sijoitusrahaston varoihin liittyviä oikeuksia rahaston sääntöjen mukaan. Koska sijoitusrahasto ei ole oikeushenkilö, rahastoyhtiö hallinnoi sitä ja sen nimissä olevia sijoituksia. Lainsäätäjä on katsonut, että sijoittaja on rahastosijoittamista koskevan toimeksiannon tehdessään antanut rahastoyhtiölle valtuudet käyttää heille kuuluvia oikeuksia. Näillä oikeuksilla tarkoitetaan lähinnä varojen sijoittamista rahaston säännöissä määrätyn sijoituspolitiikan mukaisesti, sijoitusvarallisuuteen liittyviä oikeuksia ja kaikkia rahaston hallinnointiin liittyviä toimia. Vastaavasti rahastoyhtiön velvollisuutena on kaikissa toimissaan pyrkiä toteuttamaan sijoittajien yhteistä etua.¹⁴²

¹⁴⁰ HE 238/1986 vp, s. 13.

¹⁴¹ HE 202/1998 vp, s. 48.

¹⁴² Ks. Harju – Syyrilä 2001, s. 58; Ks. myös HE 238/1986, s. 12, jossa asia rahastoyhtiön ja rahasto-osuuden omistajien keskinäistä oikeudellista asemaa on selostettu perinpohjaisesti.

Käytännössä rahastoyhtiötä edustaa suhteessa sijoittajiin tyypillisesti toimitusjohtaja. Sijoittajan yhteyspiste rahastoyhtiöön voi myös henkilöityä salkunhoitajaan tai myyjiin, jotka voivat olla rahastoyhtiön tai sijoituspalveluyrityksen palkollisia. Viimesijainen vastuu rahastosta on kuitenkin aina rahastoyhtiöllä, jonka toiminnalle asetetaan kvalitatiivisia vaatimuksia SRL 26 §:ssä: ”Rahastoyhtiön on harjoitettava sijoitusrahastotoimintaa huolellisesti, itsenäisesti ja asiantuntevasti sijoitusrahaston ja sen rahasto-osuudenomistajien etujen mukaisesti.” Rahasto-osuudenomistajien etu on siis keskeinen rahastoyhtiön toimintaa ohjaava periaate.

2.3.2 Sijoittaja

Sijoitusrahastoon varojaan sijoittanutta sijoittajaa kutsutaan rahasto-osuudenomistajaksi. Rahasto-osuudenomistajalla on oikeus rahasto-osuuteen SRL 46.1 §:n mukaan. SRL 2 §:n 1 mom. 7 kohdan mukaan *rahasto-osuudenomistajalla* tarkoitetaan henkilöä, yhteisöä tai säätiötä taikka niihin rinnastettavaa ulkomaista luonnollista henkilöä tai oikeushenkilöä, joka omistaa yhden tai useamman rahasto-osuuden tai sen murto-osan.

Pääsääntöisesti sijoittajat jaetaan ammattimaisiin asiakkaisiin, ei-ammattimaisiin asiakkaisiin ja hyväksyttäviin vastapuoliin. Jaottelu perustuu SipaL:ssa säädettyihin määritelmiin, joihin viitataan muun muassa SRL 1 luvun 2 §:n 1 momentin 21 kohdassa sekä 22 kohdassa.¹⁴³ Luokittelu soveltuu niin yhteisöihin kuin luonnollisiin henkilöihin. Vain yhteisöt voivat tulla luokitelluiksi hyväksyttäviksi vastapuoliksi, ammattimaisiksi asiakkaiksi tai ei-ammattimaisiksi asiakkaiksi. Yksityishenkilö voidaan luokitella joko ammattimaiseksi tai ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi. MiFID II -sääntelyn myötä ei-ammattimaisesta asiakkaasta käytetään uuden pääsäännön mukaan käsitettä *yksityisasiakas*.¹⁴⁴ Yksityisasiakkaan määritelmä sisältyy MiFID II -direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 11 alakohtaan, jonka mukaan ”’yksityisasiakkaalla’ tarkoitetaan asiakasta, joka ei ole ammattimainen asiakas”. Tässä tutkimuksessa pitäydytään kuitenkin SRL:ssa omaksutussa ei-ammattimaisen asiakkaan käsitteessä, joka sopii paremmin voimassa olevan SRL:n soveltamiseen ja käsitteistöön.

SipaL 1 luvun 23 §:n 3 momentin mukaan ei-ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan asiakasta, joka

¹⁴³ Alun perin luokittelusta on säädetty alkuperäisen MiFID -direktiivin liitteessä II.

¹⁴⁴ Salo 2016, s. 210.

ei ole ammattimainen asiakas. Negatiivisen määritelmän sisältävä käsite ei ole järin informatiivinen. Lukijan on siis tiedettävä, mitä tahoja on pidettävä ammattimaisina asiakkaina, ja pääteltävä, että ammattimaisen asiakkaan käsitteen ulkopuolelle jääviä on pidettävä ei-ammattimaisina. Käytännössä asiakas, jota ei ole luokiteltu ammattimaiseksi asiakkaaksi suoraan lain nojalla tai omasta pyynnöstään, on ei-ammattimainen asiakas. Esimerkiksi kotitaloudet, kunnat ja paikallisviranomaiset katsotaan suoraan lain nojalla ei-ammattimaisiksi sijoittajiksi.¹⁴⁵

Ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan SipaL 1 luvun 1 luvun 23 §:n 1 momentin mukaan suoraan ammattimaisiksi asiakkaiksi luokiteltavia asiakkaita. Tähän ryhmään kuuluvat ensinnäkin rahoitusmarkkinoilla toimiluvan nojalla toimintaa harjoittavat tai muutoin säännellyt yhteisöt sekä niihin rinnastuvat ulkomaiset yhteisöt. Tällaisia ovat mm. sijoituspalveluyritykset, luottolaitokset, rahastoyhtiöt, säilytisyhteisöt, vaihtoehtorahastojen hoitajat, vakuutusyhtiöt ja niin edelleen. Ammattimaisiksi katsotaan myös muu vastaava yhteisösijoittaja, jonka pääasiallinen toimiala on rahoitusvälineisiin sijoittaminen. Oman ryhmänsä muodostavat suuryritykset¹⁴⁶, jotka voidaan SipaL 1:23.1,2 :ssä säädettyjen edellytysten täyttyessä varallisuutensa perusteella katsoa ammattimaisiksi asiakkaiksi. Ammattimaisen sijoittajan luokituksen saadakseen suuryrityksen tulee täyttää kaksi kolmesta euromääräisestä vaatimuksesta: taseen loppusumman on oltava vähintään 20 miljoonaa, liikevaihdon on oltava vähintään 40 miljoonaa tai omien varojen vähintään 2 miljoonaa euroa.

Sijoitusrahastojen kontekstissa ammattimaisella sijoittajalla tarkoitetaan myös muuta sijoittajaa, joka on kirjallisesti pyytänyt luokittelun muuttamista. Luokittelun muuttamista voi pyytää ilmoittamalla rahastoyhtiölle tai sen asiamiehelle sijoittajan olevan ammattitaitonsa ja sijoituskokemuksensa perusteella ammattimainen sijoittaja. Lisäksi edellytetään sijoittajan täyttävän vähintään kaksi SRL 1:2.1,21 kohdan vaatimuksista: a) sijoittaja on tehnyt huomattavan suuria liiketoimia¹⁴⁷ kyseisillä markkinoilla keskimäärin kymmenen kertaa neljännesvuodessa neljän viimeksi kuluneen vuosineljänneksen aikana; b) sijoittajan sijoitusvarallisuuden arvo on yli 500 000 euroa; c) sijoittaja työskentelee tai on työskennellyt rahoitusallalla ammattimaisesti vähintään vuoden tehtävässä, joka edellyttää tietämystä suunnitelluista liiketoimista. Rahastoyhtiö päättää luokituksesta.

¹⁴⁵ Ks. HE 151/2017 vp, s. 134.

¹⁴⁶ Legaalikäsite.

¹⁴⁷ Huomattavan suuriksi liiketoimiksi on alalla vakiintuneesti katsottu vähintään 50 000 euron suuriset liiketoimet. Määrä ilmaistaan useiden rahastoyhtiöiden ja sijoituspalveluyritysten asiakkaiden luokittelua koskevissa kirjallisissa käytännöissä. Juridisista lähteistä ei ole löydettävissä vastaavaa euromäärää eksplisiittisesti ilmaistuna.

2.4 Rahastomerkintä

2.4.1 Sijoitusrahasto-osuus

SRL 2 §:n 1 momentin 6 kohdan mukaan rahasto-osuudella tarkoitetaan samansuuruista osuutta tai vähintään yhtä osuuden murto-osaa sijoitusrahaston tai erikoisijoitusrahaston varoista. Määritelmä on kansallinen eikä pohjaudu suoraan UCITS-direktiiviin.¹⁴⁸ Sijoitusrahastolaissa tarkoitettu rahasto-osuus tai muu siihen rinnastettava yhteissijoitusyrityksen osuus täyttää AML 2:1:ssä säädetyn arvopaperin määritelmän ja on siten siirtokelpoinen arvopaperi.

Rahasto-osuus hankitaan merkitsemällä rahasto-osuuksia. SRL 46 §:n mukaan sijoitusrahastoon varoja sijoittaneella on oikeus rahasto-osuuteen. Onnistuneen rahasto-merkinnän johdosta sijoittaja kirjataan rahasto-osuudenomistajaksi rahastoyhtiön ylläpitämään rahasto-osuudenomistajarekisteriin, joka todentaa sijoittajan saannon rahasto-osuuteen. Käytännössä vasta rahastomerkinnän tapahduttua selviää, kuinka monta rahasto-osuutta sijoittaja on merkintänsä tuloksena saanut, jolloin rahasto-osuuden arvo ja sen mukaisesti määräytyvä merkintähinta on tiedossa.¹⁴⁹ Luonnollisesti sijoittajan saamien rahasto-osuuksien määrään vaikuttavat myös merkinnästä perittävät palkkiot, jotka otetaan bruttomerkintäsummasta ennen varojen siirtämistä rahastoon.

Rahasto-osuuden arvo lasketaan jakamalla rahastossa oleva pääoma rahasto-osuuksien lukumäärällä. Rahasto-osuuksia syntyy aina sijoittaja tehdessä merkinnän. Rahasto-osuuksia voi teoreettisesti olla olemassa rajaton määrä, sillä rahasto kasvaa jokaisen merkinnän myötä ja rahaston enimmäiskokoa ei ole rajattu.¹⁵⁰ Vastaavasti lunastusten myötä rahasto-osuuksien lukumäärä saattaa vähentyä.¹⁵¹

2.4.2 Rahasto-osuuksien merkintä

Sijoitusrahastojen merkintään sovelletaan niin sanottua *avoimuuden periaatetta*. Lähtökohtaisesti sijoitusrahastojen osuuksia voidaan merkitä aina, kun sijoitusrahasto on avoinna merkinnöille. Rahasto-osuus on siis lähtökohtaisesti varsin likvidi sijoitusinstrumentti. Sijoittaja voi rahaston

¹⁴⁸ VM111:00/2016, S 22. Käsitteeseen on odotettavissa muutoksia, mikäli SRL:n uudistuksen myötä tullaan hyväksymään myös yhtiömuotoiset yhteissijoitusyritykset. Tällä hetkellä direktiivin tarkoittamat ”yhteissijoitusyritykset” toimivat Suomessa sopimusmallilla ja ovat käytännössä SRL:n mukaisia sijoitusrahastoja.

¹⁴⁹ Harju – Syyrilä 2001, s. 195. Merkintäprosessin yksityiskohtiin palataan alaluvussa 2.4.2.

¹⁵⁰ Puttonen – Repo 2001, s. 75.

¹⁵¹ Hoppu 2004, s. 56.

sääntöjen sallimissa puitteissa ostaa eli *merkitä* ja myydä eli *lunastaa* osuuksia.¹⁵² Pääsääntöisesti sijoitusrahaston osuuksien merkintä tapahtuu antamalla merkitsijästä eli sijoittajasta riittävät yksilöimistiedot ja suorittamalla merkintäsumma rahastoon. Juridis-teknisesti rahastosijoitusta voidaan pitää siis toimeksiantona, jonka toteuttamisen edellytyksenä on tilisiirron suorittaminen ja sijoittajaa koskevan informaation välittäminen rahastoyhtiölle yleensä kirjallisessa muodossa. Lisäksi edellytetään, ettei toimeksiannon toteuttamiselle ole laista, kuten rahastoyhtiön AML-velvoitteista, johtuvaa estettä.¹⁵³ Tutkimuksessa esitetyn hypoteesin mukaan rahaston merkitsemisen voidaan sopusoinneudellisesti katsoa konstituoidan eräänlaisen toimeksiantosopimuksen.¹⁵⁴

Sijoittajan oikeutta merkitä rahasto-osuuksia vastaa Rahastoyhtiön velvollisuus laskea liikkeeseen rahasto-osuuksia, mistä käytetään myös merkitystä *jatkuvan liikkeeseenlaskun periaate*.¹⁵⁵ SRL 45 §:n mukaan rahastoyhtiön on vaadittaessa laskettava liikkeeseen hallinnoimansa sijoitusrahaston rahasto-osuuksia. Erikoissijoitusrahaston säännöissä voidaan rahaston sijoitustoiminnan luonteesta johtuvasta tai muusta erityisestä syystä määrätä, että osuuksia on laskettava liikkeeseen vain sijoitusrahaston säännöissä tarkemmin määriteltynä ajankohtina. Erikoissijoitusrahaston säännöissä on siten mahdollista poiketa jatkuvan liikkeeseenlaskun periaatteesta erityisellä SRL 88.1 §:n mukaisella määräyksellä. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty viranomaisen tulkintalinjana olevan, että ollakseen luonteeltaan avoin rahasto, erikoissijoitusrahaston on oltava avoinna merkinnöille vähintään kerran kvartaalissa eli kolmen kuukauden välein.¹⁵⁶ Markkinakäytäntö osoittaa, että erikoissijoitusrahastojen kohdalla tyypillisimpiä merkintöjä ja lunastuksia koskevia määräyksiä ovat päivittäinen¹⁵⁷, viikoittainen¹⁵⁸, kuukausittainen¹⁵⁹ tai kvartaaleittainen¹⁶⁰ likviditeetti.

¹⁵² Hoppu 2004, s. 56.

¹⁵³ Ks. Puttonen – Repo 2011, s. 74 ja Harju – Syyrilä 2001, s. 200.

¹⁵⁴ Tätä kysymystä tarkastellaan läpi tutkimuksen. Tässä jaksossa on tarkoitus kuitenkin tarkastella rahastomerkintää prosessina lähinnä SRL:n näkökulmasta.

¹⁵⁵ Harju – Syyrilä 2001, s. 200.

¹⁵⁶ Harju – Syyrilä 2001, s. 200.

¹⁵⁷ Vahva pääsääntö, joka vastaa UCITS-direktiivin mukaista käytäntöä. Tyypillisesti tällaisen erikoissijoitusrahaston kohdalla poikkeaminen UCITS-direktiivin vaatimuksista perustuu johonkin muuhun seikkaan kuin likviditeettiin, esim. hajautusvaatimukseen tai sijoitusinstrumentteihin.

¹⁵⁸ Esimerkiksi Erikoissijoitusrahasto Investium Osakevarainhoito sääntöjen 16 §:n mukaan Rahaston merkintä- ja lunastuspäivä on jokaisen kalenteriviikon viimeinen pankkipäivä.

¹⁵⁹ Esimerkiksi Erikoissijoitusrahasto UB Reaaliomaisuus sääntöjen 7 §.

¹⁶⁰ Esimerkiksi Erikoissijoitusrahasto Investium Kiinteistövarainhoito sääntöjen 16 §:n mukaan Rahaston merkintä- ja lunastuspäivä on jokaisen kalenterivuosi- ja neljänneksen viimeinen pankkipäivä.

Erikoissijoitusrahastot ovat pääsääntöisesti luonteeltaan avoimia. Tämä merkitsee sitä, että jokainen halukas voi sijoittaa rahastoon sitoutumalla sijoitusrahaston sääntöihin ja suorittamalla rahastoyhtiölle merkintähinnan. Merkinnän johdosta sijoittajasta tulee rahasto-osuudenomistaja, joka omistaa merkintähinnan osoittamassa suhteessa rahasto-osuuksia.¹⁶¹ Rahasto-osuudenomistajien yhdenvertaisuuden periaate kohdistuu paitsi olemassa oleviin rahasto-osuudenomistajiin, myös sellaiseksi pyrkivän sijoittajan henkilöön, yhteisöön tai säätiöön taikka näihin rinnastettavaan ulkomaiseen henkilöön.¹⁶² Toisin sanoen kaikkia rahaston sijoittajia¹⁶³ on kohdeltava yhdenvertaisesti.

Rahasto-osuudet ovat siirtokelpoisia arvopapereita. Rahasto-osuudet ovat vapaasti luovutettavissa yleisten esineoikeudellisten sääntöjen mukaan. Toisin sanoen niitä voidaan myydä, lahjoittaa ja testamentata normaalien siviilioikeudellisten sääntöjen mukaisesti. Teoriassa on mahdollista, että rahasto-osuudet voivat vaihtaa omistajaa myös merkintä- ja lunastuspäivien väliaikana sijoittajalta toiselle. Edellytykseksi on asetettu, että rahastoyhtiö on luovuttanut rahasto-osuudenomistajalle kirjallisen osuustodistuksen merkiksi rahasto-osuuden omistuksesta; vastaavat merkinnät voidaan myös tehdä saantokirjan avulla suoraan rahasto-osuudenomistajarekisteriin ilmoittamalla saanto rahastoyhtiölle. Käytännössä rahasto-osuuksien siirtyminen sijoittajalta toiselle ilman rahastoyhtiön myötävaikutusta eli normaalia lunastus- ja merkintämenettelyä on hyvin harvinaista, ja vahva pääsääntö on normaali lunastaminen ja merkitseminen rahastoyhtiön myötävaikutuksella.¹⁶⁴ Poikkeuksen edellä sanottuun pääsääntöön muodostavat kuitenkin rahasto-osuudenomistajan kuolemaan perustuva yleisseuraanto, jonka myötä rahasto-osuus siirtyy perinnönsaajalle.¹⁶⁵

Merkintäoikeuden käyttäminen edellyttää lisäksi, että osuudenomistajaksi tahtova suorittaa minimimerkinnän. Minimimerkintä on rahastoyhtiön hallituksen rahasto-osuusluokalle määrittelemä yksittäistä rahastosijoitusta koskeva vähimmäismääräinen rahamäärä, joka sijoittajan tulee suorittaa päästäkseen rahasto-osuudenomistajaksi.¹⁶⁶ Mahdollinen rahasto-osuusluokkaa koskeva vähimmäismerkintävaatimus ilmenee rahastoesitteestä.¹⁶⁷ Rahastoyhtiön hallitus määrittelee minimimerkintää

¹⁶¹ Harju – Syyrilä 2001, s. 200.

¹⁶² HE 202/1998, s. 40, 54.

¹⁶³ Tässä yhteydessä käsitteen laajaan merkitykseen voidaan lukea rahasto-osuudenomistajat ja sellaisiksi aikovat sijoittajat.

¹⁶⁴ Harju – Syyrilä 2001, s. 200.

¹⁶⁵ Kangas – Aarnio 2016, s. 24–31.

¹⁶⁶ Harju – Syyrilä 2001, s. 200.

¹⁶⁷ Katso esimerkiksi Estlander & Partners Rahastoesite 12.2.2018, s. 11–14.

koskevan määrän ottaen huomioon muiden muassa merkinnän toteuttamisen rahastoyhtiölle aiheuttamat hallinnolliset kustannukset sekä kyseisen rahaston luonteen. Joissakin rahastoissa pienet kertasijoitukset eivät välttämättä ole rahastoyhtiölle edullisia eivätkä sijoitusrahaston tuotolle suotuisia niiden aiheuttamien hallinnointikulujen vuoksi. Sijoitusrahastoon tulevat varat on sijoitettava säännöissä määritellyn sijoituspolitiikan mukaan edelleen ja tästä aiheutuu rahaston maksettavaksi koituvia transaktiokustannuksia. Tyypillisesti rahaston sijoituskohteiden hankinnoista maksamien kulujen suhteellinen osuus kauppasummasta pienentyy kauppasumman koon kasvaessa.

Oikeuskirjallisuudessa esitetty, nyt jo vanhentunut, sääntö oli, että merkintäsumma tuli SRL 53.2 §:ssä säädetyn pääsäännön mukaan suorittaa kokonaisuudessaan rahassa; käytännössä vanha sääntö on niin vakiintunut, että vain harvat rahastoyhtiöt poikkeavat siitä. SRL:n säätämisen aikaan katsottiin, ettei rahasto-osuuden merkintäsummaa voitu suorittaa apporttia vastaan.¹⁶⁸ Sääntöä perusteltiin oikeuskirjallisuudessa apporttiomaisuuteen liittyvillä arvonmääritysongelmilla. Rahasto-osuudenomistajien yhdenvertaisuuden turvaamiseksi rahastomerkintä oli siten maksettava rahassa.¹⁶⁹ Tähän pääsääntöön säädettiin poikkeus vuonna 2001. SRL 53 §:n 2 momentin mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevan rahaston kohdalla myös apporttiomaisuuden käyttäminen voidaan hyväksyä silloin, kun kyse on SRL 69 §:n 1 momentin 1 kohdassa tarkoitetuista säännellyllä markkinapaikalla kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista, yleisemmin käytännössä pörssilistatuista osakkeista.¹⁷⁰

Merkintähinnan määräytyminen on rahastojen omaleimaisimpia piirteitä verrattuna muihin sijoitusinstrumentteihin. Se vaikuttaa myös siihen, kuinka suuren osuuden sijoitusrahastosta sijoittaja saa vastineeksi merkintäsummalleen. Siksi käydään lyhyesti läpi keskeisimmät rahasto-osuuden arvonmääritykseen liittyvät seikat. Arvonmäärityssääntöjen mukaan sijoittaja ei rahastoa merkitessään tiedä rahasto-osuuden päivän arvoa, koska NAV lasketaan rahaston lunastus- ja merkintäpäivänä rahaston sääntöjen mukaisesti.¹⁷¹ Sijoitusrahaston säännöissä määrätään kellonaika, jota ennen pankkipäivänä tehty merkintä toteutetaan sinä päivänä laskettavaan NAV:iin. Mainitun ajankohdan jälkeen tehdyt merkinnät toteutetaan seuraavana merkintä- ja lunastuspäivänä.¹⁷²

¹⁶⁸ HE 59/1996, s. 43.

¹⁶⁹ Harju – Syyrilä 2001, s. 201.

¹⁷⁰ HE 184/2001 vp, s. 55–56.

¹⁷¹ Harju – Syyrilä 2001, s. 202.

¹⁷² Ks. esim. FIM Rahastot -rahastoesite 12.2.2018, s. 11–13, jossa on esimerkein avattu merkintäprosessia hyvin selkeästi.

Lain esitöissä on esitetty selkeä kanta rahastomerkinnän esineoikeudelliseen ulottuvuuteen: osuudenomistajan omistusoikeus rahasto-osuuteen syntyy vasta, kun koko merkintäsumma on suoritettu.¹⁷³ *Koko merkintäsumman* määrän arvioinnissa otetaan lähtökohdaksi merkintälomakkeella sijoittajan ilmoittama summa. Sen voidaan katsoa määrittelevän kyseisen merkinnän osalta koko merkintäsumman. Pääsääntö merkitsee samalla, että rahastoyhtiö ei lain mukaan saa ottaa merkintöjä vastaan luotottamalla sijoittajaa antamalla tälle maksuaikaa merkinnän maksuun.¹⁷⁴ Toisin sanoen sijoittajalla on oltava riittävät varat merkintäsumman suorittamiseksi.

Pääsääntöisesti rahasto-osuudenomistajan omistusoikeus rahasto-osuuksiin kirjataan osuudenomistajarekisteriin vasta SRL:ssä säädettyjen edellytysten täyttyessä. Tiivistetysti edellytykset voidaan esittää seuraavasti. Ensinnäkin sijoittajan tulee antaa itsestään riittävät yksilöintitiedot ja esittää pyyntö merkitä rahasto-osuuksia (SRL 41.1,7 §, 45 §). Toiseksi merkintäsumma tulee suorittaa kokonaisuudessaan rahaston tilille rahaston sääntöjen mukaan – yleensä rahassa taikka apportina, jos se on sääntöjen mukaan sallittua – huomioiden mahdollinen minimimerkintäsumma (SRL 53 §). Kolmanneksi rahastoyhtiön velvollisuutena on tunnistaa asiakkaansa ennen rahastomerkinnän toteuttamista (SRL 144 §). Tiettyjen edellytysten vallitessa rahastoyhtiöllä voi olla SRL:iin tai rahanpesun ja terrorismin estämisestä annettuun lakiin perustuva velvollisuus kieltäytyä rahastomerkinnän toteuttamisesta, mitä voidaan pitää sijoitusrahasto-osuuksien myymistä koskevan tarjouksen sidonnaisuuden rajoituksena.

¹⁷³ HE 202/1998, s. 56.

¹⁷⁴ Harju – Syyrilä 2001, s. 202.

3. Sopimuksen syntyminen

3.1 Yleistä sopimuksen syntymisestä

3.1.1 Sääntelykohde

Ensikatsannossa kysymys sopimuksen syntymisestä vaikuttaa itsestään selvältä ja yksinkertaiselta kysymykseltä. Lyhyt katsaus oikeuskirjallisuuteen osoittaa sopimuksen syntymistä koskevan kysymyksen puhuttaneen kautta aikain oikeustieteessä runsaasti. Sopimuksen syntymisestä on esitetty useita teorioita.¹⁷⁵ Sitten vuoden 1929 OikTL:n säätämisen sopimusoikeus on monipuolistunut eri tavoin: uudet sopimustyytit poikkeavat OikTL:n säätämisen aikaan tarkoitettua tyyppitapauksesta ja sopimuksia voidaan tehdä käyttäen erilaisia välineitä ja keinoja.¹⁷⁶ Sopimusoikeudella säännellään yksityisoikeudellisessa kontekstissa toimivien osapuolten harjoittamaa vaihdantaa ja yhteistoimintaa. Osapuolilla on paljon disponointivaltaa sen suhteen, minkälaisia sopimuksia, kenen kanssa ja millaisilla ehdoilla he haluavat tehdä.¹⁷⁷

Tyypillisesti oikeuskirjallisuudessa *sopimuksella* tarkoitetaan tosiseikastoa, jonka vallitessa velallisosapuoli on velvollinen tekemään sopimuksen osoittaman luontoissuorituksen.¹⁷⁸ Sopimuksen syntyminen on oikeudellinen käytäntö, joka voi edetä moninopeuksisesti niin ajallisessa kuin sisällöllisessä katsannossa. Ei välttämättä ole määriteltävissä yhtä hetkeä, jolloin sopimus ja sen mukaiset velvoitteet syntyvät.¹⁷⁹

Sopimuksen olemuksen kannalta on olennaista hahmottaa kolmen käsitteen sisältö ja eri konnotaatioiden mahdollisuus, jotta aiheen tieteellinen tarkastelu olisi mielekäästä. Ensinnäkin *sopimuksella* voidaan tarkoittaa useita asioita.¹⁸⁰ Saarnilehdon mukaan sopimus on kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa perinteen mukaan määriteltäviä muodollisesti: sopimus on kahden tai useamman toisiansa edellyttävän oikeustoimen yhdistelmä, yhteensulautuma. Lisäksi sopimuksella voidaan tarkoittaa sopimuksen tekemistä eli sopimista tai sopimussuhteen sisältöä eli velvoitteita. Kolmanneksi *sopimus*-nimityksellä voidaan viitata itse asiakirjaan, johon sopimuksen ehdot on

¹⁷⁵ Hemmon mukaan valtaosa sopimusoikeudellisesta kirjallisuudesta käsittelee juuri sopimuksen syntymisen ja sitovuuden kysymyksiä. Hemmo 2003 I, s. 10.

¹⁷⁶ Ks. Grönfors 1993, s. 124–126.

¹⁷⁷ Hemmo 2003 I, s. 7.

¹⁷⁸ Hemmo 1998, s. 21.

¹⁷⁹ Saarnilehto 2009, s. 36. Tähän palataan lisäksi jaksossa 3.2.4.

¹⁸⁰ Kolehmainen 2005, s. 140.

kirjattu.¹⁸¹ Oikeustoimella puolestaan tarkoitetaan vakiintuneesti yksityistä tahdonilmaisua, jolla sen antaja perustaa, muuttaa, siirtää tai kumoaa jonkin oikeuden.¹⁸² Telarannan mukaan lainsäätäjä käyttää oikeustoimen nimitystä kahdessa merkityksessä: tarkoittaessaan yksityistä tahdonilmaisua ja sopimusta. Telarannan tulkinnan mukaan oikeustoimi-käsite tulisi ensisijaisesti varata tarkoittamaan yksityistä tahdonilmaisua.¹⁸³ Tahdonilmaisu saatetaan myös samastaa sopimukseen sopimusoikeudellisessa kirjallisuudessa.¹⁸⁴

3.1.2 Sopimusvapaus

Sopimusvapaus on sopimusoikeuden keskeisimpiä periaatteita ja olennainen sopimuksen syntyvän kannalta.¹⁸⁵ Oikeuskirjallisuudesta ilmenee, että termi on monimerkityksinen, minkä vuoksi on oleellista tarkasti määritellä, mistä sopimusvapauden ulottuvuudesta kulloinkin on puhe.¹⁸⁶

Saarnilehto on jaotellut sopimusvapauden eri merkityksiä seitsemän kohtaiseen listaan. Ensinnäkin sopimusvapaudella tarkoitetaan päätäntävapautta eli vapautta tehdä tai olla tekemättä sopimusta. Toiseksi sopimuskumppani on vapaasti valittavissa (valintavapaus). Sisältövapaudesta johtuu, että osapuolet voivat disponoida ehdoista, joilla sopimus tehdään. Muotovapaus merkitse pääsäännön mukaan osapuolien vapautta määrätä, missä muodossa ja järjestyksessä sopimus tehdään. Tyyppivapaus merkitsee vapautta valita sopimuksen tyyppi. Purkamisvapaudella tarkoitetaan vapautta laillisin keinoin vetäytyä sopimussuhteesta tai olla jatkamatta sitä.¹⁸⁷ Hemmo on täsmentänyt purkuvapaudella viitattavan myös sopimusvelkojan oikeuteen käyttää sopimusrikkomuksen aktualisoimaa oikeuskeinoa sopimussuhteesta irtaantumisen vapauden

¹⁸¹ Saarnilehto 2009, s. 3–4. Hemmo puolestaan pitää harhakäsityksenä ja virheellisenä ajatustottumuksena samastaa sopimus tiettyyn sopimusasiakirjaan, koska kyseistä sopimussuhdetta sääntelevät normit voivat olla muuallakin kuin asiakirjassa tai ylipäänsä osapuolten muissa disponoinneissa – esimerkiksi dispositiivisessa lainsäädännössä, jota sovelletaan täydentävästi siltä osin kuin osapuolet eivät ole muuta disponoineet. Sopimus ei myöskään ole sidottu kyseiseen asiakirjaan, mutta esimerkkinä sen katoaminen voi aiheuttaa sopimuksen sisältöä koskevia todisteluvaikeuksia. Hemmo 2003 I, s. 12.

¹⁸² Norros 2012, s. 54. Tahdonilmaisulla voidaan myös sopimusoikeudellisissa kontekstissa tuoda ilmi yksipuolinen sidonnaisuus puhumalla sitoutumistoimesta tai tahdonilmaisusta. Ks. myös Hemmo 2003 I, s. 11.

¹⁸³ Telaranta 1990, s. 25–27. Alun perin Telaranta on esittänyt teorian väitöskirjassaan, ks. Telaranta 1953, s. 82–83.

¹⁸⁴ Hemmo 2003 I, s. 11; Saarnilehto 2009, s. 3–4; Kaisto 2005, s. 330–331.

¹⁸⁵ Muukkonen 1956, s. 602 ja Hemmo 2003 I, s. 69–70.

¹⁸⁶ Saarnilehto 2009, s. 37–39; Hemmo 2003 I, s. 11; Kaisto 2001, s. 65–66; Muukkonen 1956, s. 602–607 sekä Norros 2018, s. 28–29. Vrt Mononen 2004, s. 1381.

¹⁸⁷ Saarnilehto 2009, s. 37–38. Vastaavaa jaottelua käsittelee myös Hemmo 2003 I, s. 75–76. Vastaavaa jaottelua on kehitelty lisäksi Muukkonen 1956, s. 603–608 sekä Kartio 2001, s. 45–52.

ohella.¹⁸⁸ Viimeiseksi vapaus käsittää myös vapauden disponoida sopimukseen mukaisissa asioissa noudatettavasta laista (lainvalintalauseke) ja riitojen ratkaisemisen paikasta, eli niin sanotun forumin disponoimisesta.¹⁸⁹

Sopimusvapautta voidaan pitää presumoituna pääsääntönä, johon on kuitenkin olemassa tiettyjä, sopimusvapautta rajoittavia poikkeuksia.¹⁹⁰ Ensinnäkin sopimusvapauden käyttämistä voivat Saarnilehdon mukaan rajoittaa tosiasialliset seikat, kuten väärinkäytösten estämistä koskevat säännökset ja sovittelusäännökset.¹⁹¹ Sopimusvapautta pyritään yleisimmin rajoittamaan heikomman suojaamiseksi.¹⁹² Sopimusvapautta voidaan rajoittaa erityisesti yksipuolisesti pakottavalla lainsäädännöllä, kuten kuluttajansuojalainsäädännöllä, joka tosin tämän tutkimuksen tapauksessa on rajattu tutkimuskysymysten ulkopuolelle. Hyvän tavan vastaisen toiminnan estämistä ja yhteiskuntamoraalin ylläpitämistä voidaan myös pitää hyväksyttävinä sopimusvapauden rajoittamisperusteina.¹⁹³ OikTL 36 §:ssä säädetty sovittelumahdollisuus voidaan käsittää sopimusvapautta rajoittavaksi, sillä sovittelusäännöksen soveltaminen voi johtaa kohtuuttomaksi katsotun sopimusehdon sovitteluun tai syrjäytymiseen; ääritapauksessa on mahdollista, että OikTL 36.2 §:n mukaisesti sopimusta voidaan joutua kohtuuttoman ehdon myötä sovittelemaan myös muilta osin tai sopimus kokonaisuudessaan voidaan määrätä raukeamaan.¹⁹⁴ Sopimusvapautta pyritään edistämään säännöksillä oikeustoimen pätevyyden yleisistä edellytyksistä, joita ovat muun muassa oikeustoimikelpoisuus¹⁹⁵ ja oikeustoimen pätemättömyys OikTL 28–33 §:ien mukaan, jotka voivat rasittaa sopimusta.¹⁹⁶

Edellä mainitut asiat muodostavat sopimusvapauden muodollisen ulottuvuuden kehykset. Myös tosiasiallista sopimusvapautta voidaan tarkastella. Se edellyttää analyysia tosiasiallisesti vallitsevista seikoista, kuten sopimuksen välttämättömyydestä ylipäänsä, mahdollisten sopimuskumppanien

¹⁸⁸ Hemmo 2003 I, s. 76.

¹⁸⁹ Kartio 2001, s. 45–52; Saarnilehto 2009, s. 37–38 sekä Muukkonen 1956 s. 603–608. Lainvalintalausekkeiden osalta ks. Carlsson ym. 2014, 42–43.

¹⁹⁰ Hemmo 2003 I, s. 70. Sopimusoikeudellisessa oikeuskehityksessä voidaan Hemmon mukaan havaita yleisemmän tason suuntauksena sopimusvapauden kaventumista suurena trendinä. Ks. Hemmo 2003 I, s. 70.

¹⁹¹ Saarnilehto 2009, s. 38.

¹⁹² Hemmo 2003 I, s. 72.

¹⁹³ Ks. Saarnilehto 2009, s. 140–141 sekä Hemmo 2003 I, s. 74.

¹⁹⁴ Hemmo 2003 II, s. 49–50.

¹⁹⁵ Ks. Saarnilehto 2009, s. 26–27.

¹⁹⁶ Oikeustoimen pätevyyden yleisiä edellytyksiä ei tässä käsitellä enempää, koska se ei kuulu aiheen rajauksen puitteissa relevanttien asioiden joukkoon. Tätä tutkimusta koskevat sopimukset oletetaan tehdyn yleisesti pätevin oikeustoimin.

lukumäärästä sekä toisaalta mahdollisten vakioehtojen käyttämisestä.¹⁹⁷ Esimerkiksi rahastojen tapauksessa on selvää, että sijoitustuotteita tarjoavien tahojen määrä on hyvinkin rajallinen. Rahastosijoitusta koskevaksi sopimuskumppaniksi voi Suomessa valikoitua osakeyhtiö, jolla on rahastoyhtiötoimilupa ja/tai AIFM-toimilupa taikka -rekisteröinti¹⁹⁸; lukumäärällisesti tämä merkitsee kuitenkin rajattua joukkoa.¹⁹⁹ Käytännössä merkittävin tosiasiallisen sopimusvapauden rajoitus rahastoihin sijoittamisessa on sääntöjen vakioehtojen luonteisuus sekä rahastoyhtiön velvollisuus kohdella kaikkia sijoittajia yhdenvertaisesti. Myös markkinaavalvojan käytäntö rajaa sitä, millaisia rahastoja markkinoilla on tarjolla; toisin sanoen rahastojen säännöt tavalla tai toisella käyvät läpi ennakollisen viranomaiskontrollin. Kun rahastosijoitusta koskevan sopimuksen osan muodostavat rahaston säännöt, ulottuu etukäteinen valvontaviranomaisen kontrolli välillisesti myös sopimussuhteeseen. Tämä tarkoittaa sitä, että minkälaisia tahansa rahastosijoituksia koskevia sopimuksia ei voida pitää hyväksyttävänä suoraan rahastomateriaalin perustuen ainakaan.

3.1.3 Oikeuslähdeoppi

Sopimusoikeuden alalla oikeuslähdeoppi noudattaa pitkälti tavanomaista siviilioikeudellista käsitystä. Vahvasti velvoittavina sopimusoikeuden lähteinä voidaan pitää lainsäädännöstä johtuvia säännöksiä ja maan tapaa. Sopimusoikeuden alalla ei kuitenkaan ole säädetty yhtä erillistä sopimuksia koskevaa lakia, vaikka tällaisena yleislakina voidaan pitää OikTL:a. Hemmon mukaan vuonna 1990 ilmestyneellä oikeustoimilakitöimikunnan mietinnöllä on merkitystä OikTL:n tulkintaan, vaikka uudistamishanke sittemmin kariutuikin. Mietintöön on kodifioitu voimassa olevaa OikTL:a koskevia täsmennyksiä sen laatimisen aikaan vallinneesta oikeustilasta.²⁰⁰ Mannermaisesta oikeudesta poiketen kotimaamme oikeudesta puuttuu yhtenäinen siviilioikeudellinen kodifikaatio, joka sisältäisi esimerkiksi sopimusoikeutta koskevat säännökset; sen sijasta oikeutemme sisältää suuren määrän erillisiä säädöksiä, joita voidaan pitää sopimusoikeudellisina lain tasoisina oikeuslähteinä.²⁰¹

¹⁹⁷ Hemmo 2003 II, s. 66–67.

¹⁹⁸ Mahdollinen yhdistelmä on myös AIFM-toimilupa tai -rekisteröinti ja rahastoyhtiötoimilupa taikka vain jompikumpi.

¹⁹⁹ Sijoitusrahastolista 31.12.2017. Suomenpankin sijoitusrahastolistan mukaan sen tiedossa olevia erikoissijoitusrahastoja hallinnoi 34 eri rahastoyhtiötä per 31.12.2017. Finanssivalvonnan tietojen mukaan sen valvottavien toimiluvallisten luettelo käsitti 25 rahastoyhtiötä, 34 toimiluvallista AIFM:a ja 75 rekisteröityä AIFM:a. Edellä esitetystä teoriassa kaikilla näillä edellä mainitulla tahoilla on oikeus perustaa erikoissijoitusrahasto voimassa olevan oikeuden mukaan. Ks. FIVA:n valvottavat 24.3.2018.

²⁰⁰ Hemmo 2003 I, s. 40.

²⁰¹ ks. listaus Hemmo 2003 I, s. 38–39.

Keskeinen normien luokitteluun ja sovellettavuuteen vaikuttava piirre on tahdonvaltaisuus. Saarnilehdon mukaan tahdonvaltaisuutta voidaan pitää jopa velvoiteoikeudellisen lainsäädännön yleisenä lähtökohtana.²⁰² Velvoiteoikeudessa, kuten myös sopimusoikeudessa, merkittävä osa normeista on tahdonvaltaisia. Tahdonvaltaisia normeja sovelletaan oletusarvoisesti vain, elleivät osapuolet ole muuta sopineet.²⁰³ Vastaavasti pakottavan säännöksen vastainen sopimusehto on suoraan mitätön, ja sen sijasta noudatettavaksi tulee pakottavan lain säännös.²⁰⁴

Sopimusoikeuden alalla sopimustekstit ja muut kielelliset lausumat ovat oikeuslähteen asemassa. Tutkimalla näitä oikeudellisesti relevantteja aineistoja pyritään selvittämään sopijakumppaneiden välisen sopimussuhteen normatiivisia ulottuvuuksia. Kolehmainen käyttää tästä merkitystä *osapuolten välinen oikeusjärjestys*. Kolehmaisen mukaan osapuolten välinen oikeusjärjestys koostuu heidän tekemästään sopimuksesta johtuvista yksityisnormeista ja muista normeista.²⁰⁵ Muita tähän oikeusjärjestykseen kuuluvia normeja ovat dispositiivisesta lainsäädännöstä sekä sopimusoikeuden yleisistä opeista johdettavat säännökset, jotka täydentävät sopimusta siltä osin kuin osapuolet eivät ole toisin disponoineet.

Tämän tutkimuksen kannalta oikeuslähdeoppia on tarkasteltava myös sijoitusrahastoja koskevan lainsäädännön näkökulmasta. Voidaan kuitenkin havaita, että SRL ja AIFML eivät juurikaan tarjoa säännöksiä rahastomerkintään, mikäli sitä tarkastellaan sopimusoikeudellisesti. Rahastomerkintää koskeva sopimus on vailla sopimusoikeudellisen erityislainsäädännön tuomaa normipohjaa. Tällöin voidaan todeta, että vaikka itse merkintäprosessia säännellään SRL:ssa, tällä sääntelyllä ei ole mainittavaa merkitystä tarkasteltaessa sopimusta, joka koskee merkinnän tekemistä. Selvää on, että rahastomerkintä edellyttää hieman yksinkertaista tietoa sijoittajasta ja maksua, mikä sinänsä on luettavissa suoraan SRL:sta. Sen sijaan selvää ei ole, voiko tietojen antaminen allekirjoittamalla lomake velvoittaa myös maksamaan merkintäsumman. Tätä varten on perusteltua tarkastella yleisempiä sopimusoikeudellisia teorioita, jotta voidaan saada selville, voidaanko allekirjoitettua merkintälomaketta tosiasiallisesti pitää sopimuksena, joka velvoittaa merkintäsumman suorittamiseen.

²⁰² Saarnilehto 2005, s. 5–6.

²⁰³ Norros 2012, s. 24.

²⁰⁴ Hemmo 2003 I, s. 41.

²⁰⁵ Kolehmainen 2005, s. 128, ks. erityisesti alaviite 24.

3.2 Teorioita sopimuksen syntymisestä

3.2.1 Tahtoteoria

Tahtoteoria perustuu ajatukselle, että sopimusvelvoitteen saavat aikaan kaksi seikkaa: tahto sitoutua ja tämän sitoutumista koskevan tahdon ilmaiseminen toiselle. Tahto on ensisijainen, eikä todellisesta tahdosta poikkeava ilmaisu velvoita. Tahtoteorian mukaan tahdonilmaisun antaneella taholla on vapaa oikeus vetää sitoumuksensa takaisin, jos se ei sisällöltään vastaa tahtoa esimerkiksi erehtymisen tai kirjoitusvirheen vuoksi.²⁰⁶ Taustalla on siis yksityisautonomia. Sen mukaan sopimuksessa voidaan määritellä olevan kyse vapaiden tahtojen saavuttamasta konsensuksesta, eli vapaiden saman sisältöisten tahtojen yhtymisestä. Tahto ei kuitenkaan voi olla ainoa sopimuksen syntymisen mahdollistava tekijä, vaan lisäksi on katsottu, että sopimuksen oikeusvaikutukset edellyttävät, että lainsäädännössä on annettu yksityisille kelpoisuus asettaa yksityisnormeja sopimuksin.²⁰⁷ Kolehmainen mukaan tahtoteoria korostaa nimenomaan inhimillistä tahtomista ja sen vapautta. Rakenteellisesti tahtoteoria vastaa hyvin OikTL:n käsitteistöä.²⁰⁸ Telaranta näkee sopimusoikeuden rakentuvan itsemääräämisoikeuden käyttämiselle. Kumpikin osapuoli voi itsemääräämisoikeutta käyttämällä päätyä sopimuksesta ilmenevään lopputulokseen, johon he ovat itse sitoutuneet ja jonka he ovat itse hyväksyneet.²⁰⁹

Hemmon mukaan tahtoteoria vahvuuksiin kuuluu tahdon korostaminen, jolloin estetään tarkoituksettomien eli tahtoa vastaamattomien velvoitteiden syntyminen. Historiallisesti tahtoteorialla on korostettu yksilöllisiin valintoihin ja yksilön vapauteen perustuvaa liberalistista käsitystä.²¹⁰ Kaikilla sopimusoikeudellisilla teorioilla ei ole mahdollista selittää kaikkia OikTL:n säännöksiä, kuten esimerkiksi erehdystä. Tahtoteorian voidaan nähdä kattavan muista pätemättömyyttä sääntelevistä säännöksistä sääntelyrakenteellisesti poikkeavan erehdystä koskevan OikTL 32 §:n. Lainkohta ei säätele nimenomaisesti kiellettyä käyttäytymistä, vaan kyse on nimenomaan tahtoteoriaan pohjautuvasta ajatuksesta. Tilanteessa, jossa tahdonmuodostuksen abstrakti sisältö ei vastaa tahdonilmaisua eli sen ulkoisesti ilmenevää muotoa, on tapahtunut erehdys,

²⁰⁶ Hemmo 2003 I, s. 16–17. Tahtoteoria perustuu 1800-luvun saksalaisessa oikeuskirjallisuudessa esitettyyn sopimussidonnaisuuden legitimointikeskusteluun, joka sittemmin reseptoitui myös skandinaaviseen lainoppiin. Ks myös Telaranta 1990, s. 91.

²⁰⁷ Kaisto 2001, s. 210–211, 219.

²⁰⁸ Kolehmainen 2005, s. 121.

²⁰⁹ Telaranta 1990, s. 20–21.

²¹⁰ Hemmo 2003 I, s. 16–17.

eikä tästä tietoisesta tai oletettavasti tietoisesta (”olisi pitänyt tietää”) ei voida hyväksyttävästi antaa vedota siihen. Kahden kriteerin, eli tahdonilmaisun antajan erehtymisen ja adressaatin tietoisuuden, täyttyessä tahdonilmaisuus ei poikkeuksellisesti sido antajaansa siinä muodossa, jonka se on saanut. Kolehmainen lisää, että teoriassa tällainen tahdonilmaisuus kuitenkin sitoo antajaansa ”abstraktin aikomussisällön mukaisessa muodossaan”.²¹¹ Tämä on erityisen merkityksellistä pohdittaessa, onko mahdollista, että sijoittaja ei allekirjoittaessaan merkintälomaketta ymmärtäisikään toimen sopimusoikeudellista merkitystä. Tällöin on arvioitava, vastaako sijoittajan antama tahdonilmaisuus hänen tahtoaan.²¹²

Teorian heikkouksiin lukeutuu kuitenkin ongelmallinen yksipuoleisuus. Sopimussuhteen toinen osapuoli jää helposti huomioimatta. Toisen osapuolen kannalta voi olla haitallista, että sopimus katsotaan sitomattomaksi aina, kun tahto ja ilmaisuus eivät vastaa toisiaan, jolloin sitomattoman tahdonilmaisun adressaatti, eli esimerkiksi tarjouksen vastaanottaja, ei voi luottaa tahdonilmaisuun ja muodostaa perusteltua käsitystä sen perusteella. Teorian perusmuotoinen soveltaminen johtaa siis helposti vaihdannan epävarmuustekijöiden lisääntymiseen.²¹³ Toisaalta Hemmo itse on niin ikään todennut, että tarkoitusta ilmaisevaa tahtoa ei voida argumentaatiomerkityksessä pitää täysin rajoittamattomana, kun tulkinnan kohteena on vain toisen osapuolen tarkoitusta ilmaiseva tahto. Osaltaan puhdasta tahtoteoriaa voidaan siis pitää jokseenkin vanhentuneena. Modernissa sopimusoikeudessa ei voida pitää hyväksyttävänä pelkästään osapuolen itsensä tiedostamiin sisäisiin käsityksiin ja pyrkimyksiin vetoamista tahdon sisältönä, ellei toinen osapuoli ole voinut saada niistä käsitystä ulkoisesti ilmenevistä seikoista, siis käytännössä tahdonilmaisusta. Poikkeuksen muodostavat sellaiset sisäiset pyrkimykset, joista toisen osapuolen voidaan edellyttää olleen tietoinen ja joiden vastapuolen kannalta olennaisen merkityksen vastapuolen voidaan olettaa ymmärtäneen.²¹⁴

Teoriaa voidaan soveltaa tarkastelemalla, miten tarjouksen sitovuus määräytyy sen mukaan. Puhtaan tahtoteorian mukaan tarjous sitoo antajaansa, vain jos tarjous on saanut antajansa tahtoa vastaavan sisällön. Tarjouksen antajalla on vapaa oikeus vetäytyä antamastaan mutta tahtoaan vastaamattomasta tahdonilmaisusta, eikä adressaatti voi luottaa tarjouksen sitovuuteen tai päätellä sitä tahdonilmaisun ulkoisesta ilmaisusta tai vallinneista olosuhteista.

²¹¹ Kolehmainen 2005, s. 123; ks. myös Kaisto 2001, s. 211 sekä Pöyhönen 1987, s. 103.

²¹² Tähän palataan myöhemmin.

²¹³ Hemmo 2003 I, s. 16–17.

²¹⁴ Hemmo 2003 I, s. 50–51.

Jos tahtoteoriaa sovelletaan allekirjoitetun merkintälomakkeen tapaukseen, voidaan tehdä seuraavia johtopäätöksiä. Tahtoteorian mukaan tahdonilmaisus sitoo antajaansa, mikäli se vastaa antajan tarkoitusta eli tahtoa. Merkintälomakkeen allekirjoittamisen muodostuminen sopimukseksi jää tahtoteorian mukaisesti riippumaan sijoittajan tahdon sisällön selvittämisestä. Tämä on omiaan luomaan epävarmuutta rahastoyhtiölle siitä, voiko se pitää allekirjoitettua merkintälomaketta sitovana. Sijoittajan tahdon selvittäminen objektiivisesti lienee mahdotonta. Jos sijoittaja jättää merkinnän maksamatta ja rahastoyhtiö väittää lomakkeen muodostavan sitovan sopimuksen, sijoittaja voi esittää torjuntaväitteen, että hänen tarkoituksenaan ei ole ollut sitovan tahdonilmaisun antaminen.²¹⁵ Tällöin allekirjoitettu merkintälomake voidaan katsoa *avoimeksi toimeksiannoksi*, jonka sitovuuden edellytyksenä on sijoittajan tahto. Sijoittajan tahto taasen ilmenee hänen toiminnastaan tai aikomuksistaan, joihin tulee kuulua merkintäsumman maksaminen tilille. Tällöin sijoittajan tahto sijoittaa rahastoon on ainakin riidaton.

Vallitsevaa *avointen toimeksiantojen* -käsitystä voidaan perustellusti kyseenalaistaa. Voidaan pitää hyvin kyseenalaisena, että sijoittaja ilmaisee yksilöidyt tiedot itsestään, sijoituskohteestaan ja sijoituksen määrästä sekä vahvistaa tiedot allekirjoituksellaan, eikä silti ole tahtonut sijoittaa rahastoon. Ainoa mahdollisuus välttää sitovuus voisi olla erehdys. Tässä yhteydessä on lisäksi huomioitava, että puhe on tämän tutkimuksen kohdalla ammattimaisista sijoittajista, joille rahastosijoittaminen on ennestään tuttu konventiona. On kuitenkin hyvin vaikea käsittää, mistä sijoittaja olisi erehtynyt, kun hänen on merkintälomaketta täyttäessään edellytetty tutustuvan ainakin rahaston sääntöihin ja rahastoesitteeseen ja hän on vielä lisäksi allekirjoittanut lomakkeen. Tästä syystä tahdon puuttumista voidaan pitää hyvin epätodennäköisenä vaihtoehtona ja torjuntaväitettä vastaan voitaisiin argumentoida. Nähdäkseni allekirjoitettua merkintälomaketta voidaan pitää hyvin vahvana indisiona siitä, että sijoittajalla on ollut tahto sijoittaa rahastoon. Siten tahtoteorian näkökulmasta voidaan päätyä pitämään allekirjoitettua merkintälomaketta sijoittajan tahdonilmaisuna, jonka sisältönä on tarkoitus ja tahto sijoittaa ilmaistu rahasumma ilmaistuun erikoissijoitusrahastoon. Tällöin allekirjoitetun merkintälomakkeen voidaan nähdä konstituoivan sitovan sopimuksen.

²¹⁵ Lähdetä ei saatavilla. Perustuu allekirjoittaneen ammatilliseen kokemukseen. Aiheeseen liittyvää oikeuskäytäntöä ei myöskään ole löydetty. Todennäköistä on, että rahastoyhtiöissä on suomalaisia erikoissijoitusrahastoja koskevia täytettyjä merkintälomakkeita, joita vastaavien merkintäsummien suorituksia ei koskaan ole vastaanotettu ja sijoitukset ovat näin jääneet lepäämään avoimina toimeksiantoina rahastoyhtiöiden arkistoihin.

3.2.2 Luottamusteoria

Luottamusteoria asettaa tahdonilmaisun objektiivisesti havaittavaan asuun perustuvan luottamuksen keskiöön. Huolellisesti toiminut sopimuskumppani voi perustaa perustellun luottamuksen tahdonilmaisuuksiin, eikä ole tarpeen epäillä tahdonilmaisun sitovuutta.²¹⁶ Luottamusteoria kiinnittää huomion tahdonilmaisun adressaattiin ja tämän yksilöllisiin mielteisiin, toisin sanoen adressaatin tahdonilmaisusta saamaan käsitykseen. Teoriassa ei määritellä sopimusaktin oikeudellista luonnetta, vaan tilanne yksinkertaistaen voidaan ilmaista Kolehmainen tapaan syllogismin muodossa: ”kanssakäyminen on ollut oikeustoimen tunnusmerkistön täyttävää, mikäli oikeudellinen arvostelma henkilön luottamuksen täyttämistä oikeudellisesti pätevän oikeustoimen tekemiseen on täyttynyt.”²¹⁷ Ratkaisevaa on siis luottamusteorian näkökulmasta ilmaisun objektiivisesti havaittava muoto. Kuitenkin Telaranta on esittänyt lisäkriteeriksi adressaatin selonotolle, että arviointi on perustettava järkevän ja huolellisen henkilön adressaattina saamaan käsitykseen tahdonilmaisusta.²¹⁸ Tällöin luottamus perustuu ennen kaikkea siihen ilmaisun merkitykseen, jonka adressaatin asemassa oleva järkvy ja huolellinen henkilö²¹⁹ on voinut saada.²²⁰

Tarkasteltaessa luottamusteoriaa tarjouksen sitovuuden näkökulmasta se antaa hyvin erilaisen lopputuloksen kuin tahtoteoria. Luottamusteoriaa soveltamalla voidaan päätyä siihen, että huolellisesti toiminut adressaatti saa luottaa saamaansa tarjoukseen ja olosuhteisiin, joissa se on annettu. Adressaatin ei myöskään tarvitse otaksua, että tarjous voisi jostakin hänelle tuntemattomasta syystä ollakin antajaansa sitomaton.²²¹ Vastaavasti myös tarjoukseen annetun vastauksen voidaan olettaa luottamusteorian mukaan olevan sitova heti, kun tahdonilmaisu on annettu. Luottamusteorian on kuvailtu olevan luotu nimenomaan suojaamaan elinkeinoelämää, jossa on voitava luottaa tietyn muotoisen tahdonilmaisun sopimuksen synnyttävään vaikutukseen.²²² Luottamusteoria perustuu toisin sanoen lainsäätäjän luomalle lailliselle oletukselle tietyssä muodossa annetun tahdonilmaisun

²¹⁶ Hemmo 2003 I, s. 17. Kolehmainen 2005, s. 123.

²¹⁷ Kolehmainen 2005, s. 123.

²¹⁸ Telaranta 1990, s. 92.

²¹⁹ Telaranta viittaa käsitteeseen *reasonable man*.

²²⁰ Telaranta 1990, s. 92.

²²¹ Kolehmainen 2005, s. 123.

²²² Grönfors 1993, s. 18–19. Grönfors huomauttaa, että myös muut kuin luottamusteoriaan pohjautuvat sopimusoikeudelliset ratkaisut ovat mahdollisia, ja on olemassa myös oikeusjärjestyksiä, joissa kukoistava liike-elämä toimii myös ilman luottamusteorian kaltaista konstruktia. Oikeusvertailevasti olisi mielekasta tutkia, onko näissä oikeusjärjestyksissä jotakin muuta vastaavaa konstruktia, jolla luottamus voidaan varmistaa. Se on kuitenkin toisen tutkimuksen aihe.

sitovuudesta, ja se luo tarjouksen vastaanottajalle oikeuden luottaa tahdonilmaisuun. Kuitenkin on huomattava, että luottamusteoriaan liittyy myös tiettyjä piirteitä, joita voidaan tarkastella kriittisesti. Tiukasti tulkittuna luottamusteoria ei edellytä osapuolten konsensusta tai yhteisymmärrystä. Luottamusteorian mukaisessa sopimuksen syntymekanismissa ratkaisevaa on kunkin osapuolen itsenäinen luottamus tarjoukseen ja toisaalta vastaukseen. Keskinäinen suhde ei ole ratkaiseva.²²³ Tästä näkökulmasta luottamusteoria voidaan nähdä hyvin jäykkänä ja muodollisena sopimuksen syntymisen selityksenä. Elinkeinoelämän kannalta muodollinen malli on edullinen ja se on omiaan vähentämään transaktiokustannuksia vaihdannan epävarmuuden vähentyessä.

Yhteistä niin tahtoteorialle kuin luottamusteoriallekin on yksilöllisen sopimuksen valmistelun painottaminen. Kolehmainen on perustellusti esittänyt, että luottamusteoria voitaisiin katsoa ennemmin tahtoteoriaa täydentäväksi rakenteeksi kuin itsenäiseksi teoreettiseksi rakennelmaksi.²²⁴ Tämä perustuu ajatukselle, että sitovuutta tahtova osapuoli tahtoo jotakin ja hänen vastapuolensa voi luottaa tämän tahdon sisältävästä ilmaisusta saamaansa käsitykseen.²²⁵ Erona teorioissa on tarjouksen sitovuus sen mukaan, vastaako tarjous antajansa tahtoa (tahtoteoria) tai voiko tarjouksen katsoa sitovan sellaisenaan antajaansa, ellei sitä ole peruutettu ennen selonottoa (luottamusteoria). Teorioiden pohtiminen on hedelmällistä erityisesti siksi, että niiden avulla voidaan muodostaa ajatusketjuja sen arvioimiseksi, onko sopimus syntynyt, milloin ja minkä sisältöisenä.

Moderni sopimusoikeus tuntee myös aiemmin lähinnä julkisoikeuteen liitetyn luottamuksen suojan periaatteen. Periaate liitetään sopimuksen sitovuuden perustaa ja sopimuksen sisältöä määritteleväksi oikeusperiaatteeksi. Periaatteella voidaan nähdä olevan hyvin vahva liityntä Juha Karhun (ent. Pöyhönen) esittämään uuden varallisuusoikeuden teoriaan, joka perustuu dynaamisuuteen ja klassiselle varallisuusoikeudelle aiemmin vieraisiin periaatteisiin.²²⁶ Sopimusoikeudellinen luottamuksensuojaperiaate oikeuttaa Karhun mukaan legitiimejä odotuksia, jotka perustuvat johdonmukaisesti noudatettujen toimintalinjojen toiminnassa mukana oleville tahoille synnyttämään luottamukseen toisen osapuolen toiminnasta. Teoria laajentaa vilpittömään mieleen perustuvan tietoisuustilan mukaisen sopimuksen sitovuuden koskemaan myös osapuolten perusteltuja odotuksia. Teorian vahvuus on juuri siinä, että osapuolen informaatioasema voi saada painoarvoa portaattomalla

²²³ Grönfors 1993, s. 20.

²²⁴ Kolehmainen 2005, s. 124.

²²⁵ Hemmo 2003 I, s. 16–17; Grönfors 1993, s. 21.

²²⁶ Pöyhönen 2003, s. 116–117; ks. myös Karhu 2008, s. 114–116.

asteikolla sen mukaan, minkä laatuksia perusteltuja odotuksia tietyssä asemassa tehty toiminta herättää muissa toimijoissa. Kyse on siis vastavuoroisuuteen perustuvasta luottamuksensuojasta.²²⁷

Karhun mukaan luottamuksensuojaa voidaan pitää keskeisenä sopimusoikeudellisena periaatteena, sillä sopimus perustuu luottamukseen, sillä luodaan ja vahvistetaan toimijoiden luottamusta toisiinsa.²²⁸ Marko Mononen on esittänyt luottamuksensuojan paikkaavan sopimusvapauden periaatteen avoimeksi jättämiä aukkoja sekä periaatteiden täydentävän toisiaan. Kyse ei ole siitä, että luottamuksensuoja pyrkisi syrjäyttämään sopimusvapauden sopimusoikeuden keskeisenä periaatteena. Niiden voidaan nähdä yhdessä jopa muodostaan sopimusoikeuden teoreettisen perustan.²²⁹ Niin ikään suojaamalla perusteltuja odotuksia, siis luottamusta, voidaan myös nähdä laajennettavan sopimuksen sisältöön luettavien sopimusnormien pohjaa. Esimerkiksi osapuolten tahdon ulkopuolisten seikkojen voidaan perustuvina odotuksina puoltaa täydentävän osapuolitahtoa.²³⁰

Luottamuksen tai tahdon suojaamisen lisäksi voidaan myös tarkastella osapuolten edellytyksiä. Yksi sopimusoikeuden klassisimpia teorioita on *edellytysoppi*. Sillä on läheisiä kytköksiä luottamuksen suojaan, eikä sitä siitä syystä voida sivuuttaa tässä yhteydessä. Edellytykset ovat perinteisesti vaikuttaneen muun muassa sopimuksen syntyyn, pätevyyteen, suoritusvelvollisuuksien sisältöön sekä oikeustoimien tulkintaan. Teorian ytimessä on käsitys siitä, että osapuolen *tahdonmuodostusperustaan* kuulu joukko käsityksiä (edellytyksiä) sopimuksen kohteesta, oikeussuhteen kannalta tärkeistä olosuhteista ja muista seikoista. Edellytysopin mukaan joko edellytyksissä alun perin oleva virheellisyys tai sittemmin tapahtuva raukeaminen voivat aiheuttaa muutoksia osapuolten velvoiteoikeudellisiin asemiin.²³¹ Edellytysopilla on myös yhteys luottamusteorian problematiikkaan. Yhtä lailla vaikeutena saattaa olla se, onko toinen osapuoli ollut tietoinen toisen osapuolen edellytyksistä tai niiden puuttumisesta. Kuitenkin voidaan havaita, että OikTL:n mukaisesti on siirrytty edellytyksiä koskevasta opista luottamusteorian suuntaan samoista

²²⁷ Pöyhönen 2003, s. 116–117. Ks. myös Karhu 2008, s. 114–116.

²²⁸ Pöyhönen 2003, s. 118.

²²⁹ Ks. Mononen 2004, s. 1381–1382.

²³⁰ Ks. Karhu 2008, s. 103–106; Vrt Hemmo 2003 I, s. 53–56 ja 109–111.

²³¹ Hemmo I, s. 51–52; Norros 2018, s. 581–582 sekä Telaranta 1990 s. 363–377. Edellytysoppi muistuttaa hiukan common law:n piirissä erityisesti Englannin oikeuden consideration-oppia, jossa sopimuksen syntyminen on sidottu vastavuoroisuuteen, toisin sanoen vastasuoritukseen, jonka voidaan katsoa olevan osapuolen edellyttämän edun mukainen; ks. tältä osin Andrews 2016, s. 185–186,

syistä kuin luottamusteoriaakin on kritisoitu, eli yksipuolisiin edellytyksiin vetoamisen kohtuuttomuudesta.²³²

Luottamusteorian soveltaminen allekirjoitetun merkintälomakkeen tapaukseen johtaa rahastoyhtiön kannalta edullisiin tulkintoihin. Lähtökohtaisesti rahastoyhtiöllä olisi oikeus luottaa allekirjoitetun merkintälomakkeen ilmentävän sijoittajan tahdon sitoutua merkitsemään rahastoa ilmaisemallaan summalla. Tätä näkemystä voidaan perustella sillä, että kaikki erikoissijoitusrahastoa koskeva materiaali on ollut saatavilla, mitä sinänsä voidaan pitää tarjouksena sijoittaa varoja kyseiseen rahastoon. Ketjun seuraavan lenkin muodostaa sijoittajan perehtyminen materiaaliin, toisin sanoen selonotto tarjouksesta. Ketju sulkeutuu, kun sijoittaja ilmaisee merkintälomakkeella tahtovansa tehdä merkinnän rahaston sääntöjen edellyttämällä tavalla. Jos ilmaisu on annettu sääntöjen sisältöä mukailevalla tavalla, voidaan tahdonilmaisu katsoa ehdottomaksi vastaukseksi tarjoukseen ja toimeksiannoksi rahasto-osuuksien merkitsemiseksi. Rahastoyhtiöllä on tällöin luonnollisesti oikeus luottaa tahdonilmaisun sitovuuteen ja sen synnyttämään sopimukseen.

Luottamusteorian mukaista tulkintaa voidaan pitää perusteltuna, sillä sijoittajan tulisi ymmärtää toimintansa merkitys luettuaan kaiken vastaanottamansa materiaalin. Tämän tutkimuksen kohteena olevien ammattimaisten sijoittajien voidaan myös edellyttää olevan perillä rahastosijoittamisen perustavanlaatuisista käytänteistä. Kuitenkin viimekädessä vastuu sopimuksen mukaisen toimeksiannon toteuttamisesta on rahastoyhtiöllä, jolle merkintälomakkeet toimitetaan toteutettaviksi. Rahastoyhtiöllä olisi siis lähtökohtaisesti oikeus luottaa merkintälomakkeella annetun tahdonilmaisun olevan sijoittajaa sitova. Allekirjoittaessaan merkintälomakkeen sijoittaja toisin sanoen sitoutuu tekemään rahastomerkinnän rahaston sääntöjen sekä ilmoituksensa mukaisesti. Näin ollen sitovan sopimuksen voidaan katsoa syntyvän, mikäli sijoittaja on toiminut siten kuin adressaatilla eli rahastoyhtiöllä on ollut perusteltua syytä odottaa. Luottamusteorian voidaan nähdä suojaavan rahastoyhtiön luottamusta tähän tahdonilmaisuun ja sen synnyttämään sopimukseen.

3.2.3 Normiteoria

Kysymystä sopimuksen syntymisestä on lähestytty myös puhtaasti oikeudelliseen analyysiin nojaavan normiteorian näkökulmasta, joka pohjautuu sopimuksen syntymisen normatiiviseen

²³² ks. Hemmo 2003 I, s. 51–53.

analyysiin ja analyttisiin käsitteisiin.²³³ Teoria on sisällöltään melko monimutkainen ja sitä koskevaa oikeuskirjallisuutta on saatavilla rajallisesti.

Normiteorian perusajatus liittyy sopimusoikeuden erityiseen käsitteeseen *yksityisnormista*. Sopimuksen katsotaan yksinkertaistettuna syntyvän päätöksellä, jolla osapuolten väliseen suhteeseen asetetaan lainsäätäjän kelpuuttama yksityisnormi, joka sitoo osapuolia.²³⁴ Siltä osin kuin oikeusjärjestys on jättänyt jonkin asian sääntelemättä indispositiivisin säännöksin, voidaan asian katsoa olevan sopimusvapauden alainen ja siten osapuolten sovittavissa. Telarannan mukaan normiteorialle ominainen osapuolten määräämislegitimaatio voidaan paikallistaa oikeusjärjestyksen yksilöille tunnustamaan itsemääräämisoikeuteen eli yksityisautonomiaan, joka mahdollistaa oikeudellisten suhteiden järjestämisen osapuolten välillä heidän parhaaksi katsomallaan tavalla.²³⁵ Karhu kuitenkin muistuttaa, että viime kädessä sääntöhakuinen oikeudellinen ajattelu johtaa oikeustieteen tutkijan aina oikeuslähteiden äärelle. Oikeuslähdehierarkian mukaan ajaututaan ensi sijassa kirjoitetun lain äärelle, josta useimmat sopimuksissa hyödynnetyt oikeusnormit ovat löydettävissä.²³⁶ Lisäksi sopimusoikeudessa joudutaan usein myös turvautumaan vakiintuneisiin periaatteisiin siltä osin kuin laista ei ole johdettavissa sovellettavaa normia.

Zittingin mukaan yksityisautonomisessa norminasettamisessa peruskysymyksiä ovat yksityisnormien oikeusvaikutusten oikeuttaminen. On mahdollista katsoa, että yksityisnormin asettamisaktin tuloksena olevan normin oikeusvaikutukset perustuvat lainsäätäjän salliman marginaalin alaan sijoittuvaan yksityiseen tahtoon. Oikeusvaikutuksen katsotaan perustuvan oikeusjärjestykseen, mikäli se voidaan johtaa oikeuslähteestä kuten laista. Tällöin yksityisnormi ja lainsäädännös tavallaan rinnastetaan, joskin ne ovat oikeuslähdeopillisesti eri hierarkkisilla tasoilla. Ensimmäisen selitystavan mukaan oikeustoimi muodostaa eräänlaisen *tunnusmerkistön*, johon oikeusjärjestyksessä liitetään tiettyjä oikeusvaikutuksia. Tällöin siis normin asettaja ei luo normeja vaan asettaa lain ilmaisemien normien mukaisen tunnusmerkistön osaksi sopimussuhdetta. Toinen selitystapa lähtee siitä, että oikeustoimella luodaan oikeussäädännös eli toisin sanoen individuaalinen normi. Tällöin oikeustoimi

²³³ Kolehmainen kritisoi tahto- ja luottamusteorioita niiden tendenssistä hakea teoreettisia selityksiä oikeustieteen ulkopuolisista kiinnekohdista; ”tahtoakti” ja ”luottamuksen syntyminen” eivät Kolehmaisen mukaan voi epäanalyttisinä käsitteinä muodostaa ”sopimusoikeuden kovinta ydintä”. Ks. Kolehmainen 2005, s. 124. Kritiikin voidaan katsoa osittain osuvan maaliinsa, sillä oikeustiede ei ensi sijassa tutki inhimillistä tahdonmuodostusta, vaan oikeusnormeja ja niiden muodostamista. Tästä Kolehmainen myös huomauttaa kirjoituksessaan (2005), sivulla 124 olevassa alaviitteessä 16.

²³⁴ Kolehmainen 2005, s. 125.

²³⁵ Telaranta 1990, s. 99.

²³⁶ Karhu 2008, s. 101–102.

voidaan oikeutta luovana toimena rinnastaa lainsäädäntöön. Näin asetetun yksityisnormin oikeusvaikutukset eivät johdu pelkästä yksityisnormista, vaan lain säännöksistä, joilla norminasettamisakti on mahdollistettu. Toisin sanoen taustalla voidaan tunnistaa olevan lain kelpuutus.²³⁷

Normiteoriassa tahdonilmaisun käsite ymmärretään laajasti. Kaiston tulkinnan mukaan on mahdollista päätyä ensinnäkin siihen, että oikeussubjekti asettaa yksipuolisesti antamallaan tahdonilmaisulla yksityisnormin voimaan. Toiseksi on mahdollista, että yksityisnormi (voimaanasettamisnormi) asetetaan voimaan vaihtamalla toisen osapuolen kanssa tahdonilmaisuja.²³⁸ Jälkimmäisessä tapauksessa voidaan havaita oltavan hyvin lähellä klassista käsitystä sopimuksen syntymisestä tarjous – vastaus -mekanismin luonteisessa menettelyssä, josta säädetään myös OikTL:n 1 luvussa ja johon palataan tutkimuksessa myöhemmin. Sopimuksen sitovuus perustuu normiteoriassa siihen, että voimaanasettamisnormin voidaan katsoa tulleen osaksi inter partes oikeussuhdetta.²³⁹

Kolehmainen mukaan olisi tärkeää erottaa yksityisnormin ja sopimukseen sisältyvän kielellisen lausuman eli sopimusehdon käsitteet toisistaan. Näiden yksityisnormien ja muiden oikeuslähdeopin mukaisten normien voidaan teoreettisesti katsoa muodostavan osapuolten välisen oikeusjärjestyksen. Kolehmainen huomauttaa, että mikäli *inter partes* sovittujen yksityisnormien kokonaisuus käsitetään osaoikeusjärjestykseksi, voidaan sopimuksen käsite selittää perinteisestä normin asettamisaktista poikkeavasti.²⁴⁰ Kolehmainen ajatus on varsin korkealentoinen ja osin abstraktisuutensa vuoksi myös sangen hankalasti käsitettävissä oleva, mutta tarkoitus on käsitellä sitä tiiviisti ja ymmärrettävästi. Keskeinen käsite on *voimaanasettamisnormi*, joka on ensisijaisesti sopimus yksityisnormien ilmaisu. Se on yksityisnormien luokkaan kuuluva normi, joka konkreettisesti asettaa kaikki muut disponoinnin kohteena olevat yksityiset normit voimaan.²⁴¹

Voimaanasettamisnormi voidaan Kolehmainen mukaan paikallistaa, kun esitetään kysymys, mitä sopimuksen syntyminen merkitsee. Kolehmainen esittää tärkeän havainnon: ”Kun sopimus syntyy,

²³⁷ Zitting 1953, s. 980–981; Ks. myös Kaisto 2005, s. 328–330.

²³⁸ Kaisto 2001, s. 203–207.

²³⁹ Kolehmainen 2005, s. 132.

²⁴⁰ Kolehmainen 2005, s. 128–129.

²⁴¹ Kolehmainen 2005, s. 128 ja 131.

velvoitteen ei tarvitse tulla voimaan – ei edes ehdollisesti [sic] aikaan.” Kolehmainen mukaan sopimuksen syntymisellä voidaan tarkoittaa itse asiassa voimaanasettamisnormin tulemistä voimaan. Tältä osin voidaan havaita kielellistä kömpelyyttä, kuten jo aikaisemmin todettua, sillä sanalla sopimus on useita konnotaatioita; sanalla sopimus voidaan viitata voimaanasettamisnormiin ja yksityisnormien kokonaisuuteen. Ellei toisin ole määrätty, pääsääntöisesti kumpikin tulee voimaan yhtäaikaaisesti.²⁴²

Kolehmainen esittämänä teoria perustuu dualistisen sopimuskäsitteen analyysiin. Toisin sanoen hän erottelee sopimuksen *normiteoreettisen syntymän*, jolla viitataan voimaanasettamisnormin tulemiseen voimaan, ja sopimuksen *eksplansiivisen syntymän*, jolla viitataan yksityisnormien tulemiseen voimaan.²⁴³ Normien asettaminen on mahdollista tehdä yksipuolisella tahdonilmaisella tai yhteisellä tahdonilmaisella. Kolehmainen nostaa esiin problematiikan, jolle hän esittää yhteisen nimittäjän: *ensimmäisen tahdonilmaisun ongelma*. Pohjimmiltaan kyse on siitä, että yhteisestikin harjoitettavassa norminasettamisaktissa toinen sopimussuhteen osapuoli on lähtökohtaisesti ensin aloitteellinen. Tyypillisesti tällöin ensimmäisenä annettu tahdonilmaisuus sisältää hyväksymisenvaraisten elementin, jolloin asettavan yksityisnormin voimaan tuleminen edellyttää addressaatin tahdonilmaisuusopillisesti relevanttia reaktiota. Hyväksyvällä muotoamisoikeudella addressaatti voi saada asetetun yksityisnormin voimaan. Tällöin päästään hyvin lähelle yhteisymmärrykseen perustuvaa *konsensusaktia*.²⁴⁴ Samoilla linjoilla on myös Kaisto, jonka mukaan yksityisten asettamat individuaaliset normit ovat hyväksyttäviä lainsäätäjän mahdollistamina. Individuaalinormin asettamisesta voidaan käyttää oikeustoimen käsitettä.²⁴⁵

On kuitenkin mahdollista katsoa, että yksityisnormi voi tulla asetetuksi ilman nimenomaisten tahdonilmaisujen vaihtamistakin. Telaranta perustaa teorian yhteisymmärryksen käsitteelle, joka on hänen mukaansa sopimuksen syvin tunnusmerkki. Esimerkkinä Telaranta käyttää kauppaedustajalain (417/1992) 26 §:ssä säädettyä korvaussäännöstä, jonka mukaan kauppa-agentti on oikeutettu saamaan korvauksen suorittamastaan työstä tilanteessa, jossa hän on sijoittanut varoja varastoihin tai muihin sen luontoisiin kohteisiin, ja sopimus on sittemmin lakannut. Johtopäätös on ilmeinen: Tietyin edellytyksin kauppaedustajalla on oikeus saada päämieheltä sopimusperusteisesti korvaus, vaikka

²⁴² Kolehmainen 2005, s. 128–129.

²⁴³ Kolehmainen 2005, s. 129.

²⁴⁴ Kolehmainen 2005, s. 129–130; Ks. myös Grönfors 1993, s. 25–26 ja Telaranta 1990, s. 31–32.

²⁴⁵ Kaisto 2005, s. 328–330.

nimenomaista sopimusta ei olisi tehty. Sopimussuhteenomaisen tilan syntyminen perustuu tällöin pääoman sijoittamiseen yhteisymmärryksessä päämiehen kanssa.²⁴⁶ Tällöin ollaan sangen lähellä rahastosijoittamisen kanssa samankaltaista tilannetta. Telaranta korostaa, että oikeudellisesti sopimusta on arvosteltava samalla tavoin, olipa se tehty tahdonilmaisuja vaihtaen tai yhteisymmärrykseen perustuvalla hiljaisella sopimuksella. Tällaisen yksityisnormin asettaminen perustuu Telarannan mukaan sopimuksen syvimmän tunnusmerkin eli yhteisymmärryksen olemassa oloon, ja sen perusteella osapuolet ovat tosiasiallisesti olleet selvillä toistensa tarkoitusperistä. Telarannan mukaan kyseessä on ”yhteisymmärryksessä toisen kanssa tehty järjestely”.²⁴⁷

Edellä käsitelty tilanne muistuttaa monelta osin rahastosijoitusta. Ammattimaisten asiakkaiden osalta voidaan tulkita olevan selvää, että yhteisen järjestelyn molemmat osapuolet ovat selvillä rahastosijoittamisen tarkoitusperistä ja konventioista. Kun sijoittaja ryhtyy valmistelevaan rahastoon sijoittamista täyttämällä merkintälomaketta, voidaan katsoa tällöin vähintäänkin vallitsevan yhteisymmärrys tarkoituksesta ja toiminnasta. Vaikka sijoittaja on tilanteessa aktiivinen osapuoli, kyse on siis mitä suurimmassa määrin yhteisestä järjestelystä, josta vieläpä voidaan otaksua vallitsevan yhteisymmärrys molemmin puolin. Tällöin sopimuksen syvin tunnusmerkki on Telarannan esittämällä tavalla käsillä. Vielä on kuitenkin analysoitava, voidaanko yhteisymmärryksen katsoa riittävän konstituivan yksityisnormin asettamisen vai tarvitaanko lisäksi jotakin muuta.

Rahastoon sijoittamista koskevan sopimuksen osalta normiteoriaa voidaan soveltaa seuraavasti. Normiteorian näkökulmasta sopimuksen syntymisen edellytyksenä on yksityisen normin asettaminen ja toiseksi tämän toimen sallittavuus lainsäätäjän hyväksynnällä. Yksityisnormi asetetaan voimaan lainsäätäjän hyväksymällä sopimusaktilla. Osapuolet luovat normin, joka on osapuolten välisessä oikeussuhteessa dispositiiviseen lain säännökseen rinnastettava *lex inter partes*.²⁴⁸

Yksityisen normin asettaminen merkitsee velvoitteesta sopimista. Tätä teoriaa tulkitsemalla voidaan havaita, että allekirjoitettu merkintälomake voi hyvin normiteorian näkökulmasta toimia sopimusinstrumenttina, jonka keskeisenä velvoitteena on se, että sijoittaja suorittaa onnistuneen rahastomerkinnän. Merkintälomakkeen allekirjoittamiseen voidaan liittää sääntöjen ja rahastoesitteen

²⁴⁶ Telaranta 1990, s. 32.

²⁴⁷ Telaranta 1990, s. 32.

²⁴⁸ Ks. Telaranta 1990, s. 63–64.

sisältämien määräysten hyväksyminen sijoittajaa sitovaksi, mistä tyypillisesti on nimenomainen ehto merkintälomakkeella. Tällöin sijoittajan ja rahastoyhtiön väliseen oikeussuhteeseen asetetaan yksityisnormi, joka muodostaa *rahastosopimuksen* osapuolten välille. Tämän yksityisnormin sisältönä on sijoittajan ja rahastoyhtiön välisen suhteen sääntely mm. SRL:n säännösten, rahaston sääntöjen ja rahastoesitteessä annettujen määräysten keinoin. Siltä osin kuin rahastosopimuksessa ei ole jostakin asiasta sovittu, sovelletaan lainsäädäntöä täydentävästi, eli lähinnä sijoitusrahaston tapauksessa SRL:n ja AIFML:n säännöksiä. SRL ja AIFML eivät kuitenkaan sisällä säännöksiä, jotka selventäisivät rahastomerkintää koskevaa sopimusta, vaan esim. SRL:stä on löydettävissä vain itse rahastomerkintää koskevaa sääntelyä, jota on jo edellä käsitelty ja jossa merkintälomaketta ei mainita. Siltä osin kuin tutkimuskysymyksen mukaisesti etsitään vastausta siihen, milloin ja minkä sisältöisenä merkintälomake sitoo sijoittaja sopimusoikeudellisesti, on mahdollista sopimuksen sisältämää aukkoa pyrittävä täydentämään oikeuslähdeopillisesti seuraavaksi laista alemman tasoisin normein. Tällöin katse on suunnattava lähinnä sopimusoikeuden yleisiin oppeihin ja osapuolten antamiin tahdonilmaisuihin.

Toiseksi on pohdittava, onko kyseessä ylipäättään dispositiivinen asia, jossa sopimus on sallittu. SRL:ssa säädetään lähtökohtaisesti, mitä rahastomerkintä tarkoittaa, mutta ei siitä, miten se pitää käytännössä toteuttaa tai voidaanko siihen liittyvistä seikoista sopia. Käytännössä on muodostunut konventioita, kuten merkintälomake tai verkkopankissa tapahtuva merkintä. Tästä voidaan päätellä, että itse merkintätapa tai sen toteuttaminen ei ole indispositiivinen asia. Siksi sopimusta merkinnän toteuttamisesta voidaan pitää lainsäätäjän hyväksymänä. Lisäksi on otettava huomioon SRL 26.1 §:ssä säädetty yhdenvertaisen kohtelun vaatimus. Toisin sanoen rahastoyhtiön on kaikessa toiminnassaan kohdeltava rahasto-osuudenomistajia tai sellaiseksi tahtovia henkilöitä yhdenvertaisesti. Tämän velvollisuuden voidaan katsoa ulottuvan myös rahastomerkinnän tekemiseen. Rahastoyhtiön on siis suhtauduttava samalla tavalla kaikkiin samassa asemassa oleviin sijoittajiin sekä sovellettava samoja periaatteita myös merkintätapojen ja siihen liittyvien käytäntöjen osalta.

Normiteorian mukaan osapuolet voivat siis yksityisnormin asettamalla muodostaa sopimuksen, jonka sisältönä on sijoittajan velvoite sijoittaa ilmoitettua määrää arvoltaan vastaava summa tiettyyn rahastoon. Vastaavasti rahastoyhtiön hallinnointitehtävän alaan liittyvänä velvollisuutena voidaan katsoa olevan varojen sijoittaminen rahaston varallisuusmassaan ja edelleen salkunhoidollisena velvoitteena näiden varojen sijoittaminen rahaston sääntöjen ilmaiseaman sijoituspolitiikan mukaisesti, vaikka tämä tehtävä rahastoyhtiöllä on suoraan lain ja rahaston sääntöjen nojalla ilman

erillistä sopimustakin. Ensinnäkin mahdollista on, että osapuolten toiminta johtaa sopimuksen normiteoreettiseen syntymään, eli voidaan todeta voimaanasettamisnormin tulleen voimaan. Tällöin sopimus itsessään on olemassa ja sen voidaan nähdä ilmaisevan velvoitteita ja oikeuksia. Sopimuksen ekspansiivinen syntymä eli varsinaisten yksityisnormien voimaantulo on kuitenkin riippuvainen siitä, millaisia ehtoja niille voidaan katsoa asetetun. Normiteorian voidaan nähdä johtavan siihen, että rahastosopimukseksi tässä yhteydessä kutsuttava yksityisnormien kokonaisuus voi sisältää useita yksityisnormeja, jotka saattavat olla myös ehdollisia.

Rahastosopimusta voidaan tarkastella laajempänä kokonaisuutena. Rahastosopimus perustaa osapuolten välisen yksityisoikeudellisen osaoikeusjärjestyksen, jolloin koko rahastoyhtiön ja sijoittajan välisen oikeussuhteen voidaan nähdä perustuvan yksityisnormin asettamisaktiin. Rahastoa koskeva dokumentaatio ilmaisee useita velvollisuuksia ja oikeuksia siis yksityisnormeja, jotka sääntelevät osapuolten välistä oikeussuhdetta. Sijoittajan velvollisuuksien voidaan nähdä syntyvän heti voimaanasettamisnormin asettamisen hetkellä. Toki mahdollista on, että sijoittaja on ilmaissut halunsa merkinnän toteuttamiseen vasta myöhempänä eikä välittömästi kronologisesti seuraavana merkintäpäivänä. Pääsääntöisesti rahastoyhtiön velvoitteet sijoittajaa kohtaan alkavat merkintäpäivästä, jolloin rahastoyhtiön on mahdollista ottaa sijoitus vastaan ja toteuttaa rahaston sääntöjen mukaisia toimenpiteitä kyseisellä rahastomerkinnällä. Myös esineoikeudelliset velvoitteet syntyvät merkintäpäivänä, kuten aiemmin on tuotu ilmi.

Kuitenkin puhe yksityisnormien ehdollisuudesta kohdistuu nimenomaan yksityisnormien voimaantuloon. Kolehmaisen tapaan voidaan nähdä, että yksittäisillä yksityisnormeiksi tulkittavilla velvoitteilla voi olla eriäviä voimaantulon hetkiä. Juuri tällä teorialla voidaan oikeuttaa myös jatkuvat rahastosopimukset, joissa sijoittaja on saattanut sitoutua jakamaan merkintänsä useampaan pienempään merkintään. Menettelyä voidaan perustella sijoittajan riskienhallintatoimenpiteenä, sillä merkintähintojen vaihtelun tuomia riskejä voidaan hallita hajauttamalla merkintä useammaksi pienemmäksi merkinnäksi; rahastomerkinnän hajauttamista useampaan merkintään ei voida pitää kiellettyä. Toisaalta rahastoyhtiölle tämänkaltaisen sopimus merkitsee sijoituksen jatkuvuutta ja tietoa tulevista sijoituksista, mitkä se voi edelleen ottaa huomioon salkunhoidollisia toimia suunniteltaessa. Osuudenomistajien yhdenvertaisuuden näkökulmasta keskeistä on, että tällöinkin merkintä kokonaisuutena täyttää vähimmäismerkintää koskevat vaatimukset, vaikka se toteutettaisiin pienempinä merkintäerinä.

Näin ollen on saatu selville, että juuri normiteoriassa piilee hedelmällisin kasvualusta rahastosopimusta koskevien pohdintojen siemenelle, josta kuin huomaamatta versoaa yhä uusia taimia ja niistä tutkittavia oksia. Näihin finesseihin palataan päätelmien yhteydessä.

3.2.4 Sopimuksen perustavat oikeustositseikat

Kurt Grönfors on tutkimuksissaan tutkinut tahdonilmaisujen ohella myös muunlaisia oikeustositseikkoja sopimuksen synnyttävinä faktoina. Teoria on myös ajankohtainen, mikäli suunnataan katsaus KKO:n oikeuskäytäntöön. Sopimuksen syntyminen ei edellytä nimenomaista tahdonilmaisua. Grönforsin kehittelemästä vastuutilanteesta käytetään myös ilmaisua kvasisopimus.²⁴⁹ Kvasisopimuksella (ruots. kvasikontrakt) tarkoitetaan: ”inte ett i alla avseenden fullt utbildat kontrakt men väl en situation som skulle behandlas i ett eller flera avseenden på samma sätt som ett kontrakt.”²⁵⁰ Grönfors pyrkii erottelamaan sopimuksen instituutiona ja sopimuksen suoritusvelvollisuuksia perustavana välineenä käyttämällä termejä ”avtal” ja ”kontraktsrättsliga regler”.²⁵¹ Kvasisopimus on juridinen fiktio, mutta siitä voi olla merkittävää hyötyä. Sen suurimmat hyödyt voidaan nähdä sellaisessa tilanteessa, johon sopimusperusteinen vastuunormisto toisi luontevimman ratkaisun mutta jossa sopimussuhde uupuu. Sopimusta muistuttavassa tilanteessa laiminlyönninkin voidaan katsoa muodostavan sopimusoikeudellisen vastuuperusteen.²⁵²

Grönforsin keskeinen havainto on, että kokonaistulkintaa käyttämällä olosuhteista voidaan tunnistaa tiettyjä oikeustositseikkoja, jotka käytännössä perustavat sopimuksenkaltaisia velvoitteita ilman eksplisiittistä sopimusta. Ajatusta ei myöskään voida pitää täysin uutena, vaan Grönforsin mukaan tahto-elementtiin perustuvia teorioita kehiteltiin jo 1800-luvulla. Tahdonilmaisun ja oikeusjärjestyksen välinen vuoropuhelu synnyttää oikeusvaikutuksen, jota voidaan myös sopimukseksi luonnehtia. Grönfors huomauttaa, että aivan kaikissa tilanteissa, kuten tuotevastuun tilanteessa, ei voida tunnistaa sopimusoikeudellista suhdetta, mutta sopimusoikeudellisilla säännöillä voi silti olla paljon annettavaa oikeussuhteen sääntelyyn.²⁵³ Sopimuksen synnyttävillä oikeustositseikoille Grönfors asettaa vaatimukseksi oikeudenmukaisuuden, riittävän suoran

²⁴⁹ Hemmo 2003 II, s. 26–27.

²⁵⁰ Grönfors 1993, s. 98.

²⁵¹ Ks. Grönfors 1993, s. 97.

²⁵² Grönfors 1993, s. 98–99.

²⁵³ Grönfors 1993, s. 127–128.

vaikutuksen ja kyvyn kehittää oikeutta. Sopimusvaikutus voidaan kytkeä tosialliseen toimintaan tahdonilmaisujen sijasta.²⁵⁴ Grönfors mainitsee esimerkiksi pysäköintisopimuksen, jossa autoilijan ja pysäköintialueen haltijan välille muodostuu tosiasiallisen toiminnan seurauksena sopimus, eikä tarjouksen ja vastauksen vaihtamista edellytetä. Kvasisopimus tarjoaa teoreettisen ratkaisun ratkaista vahingonkorvausvastuun kysymyksiä sopimusoikeudellisella tavalla, vaikka tilanne ei muutoin tulisi arvioitavaksi sopimusoikeudellisena. Edellytyksenä kuitenkin on, että tilanteessa sopimuksen voidaan katsoa syntyneen muulla sopimuksen perustavalla tavalla, joka merkitsee *todellisen sopimuksen*²⁵⁵ syntymistä.²⁵⁶

Tällainen tilanne on ollut käsillä KKO 2010:23 -tapauksessa eli niin sanotussa pysäköintiratkaisussa. Tapauksessa oli kyse siitä, voiko yksityisten välille syntyä pysäköintiä yksityisellä alueella koskeva sopimus tosiasiallisen toiminnan seurauksena eli pysäköimällä auto opastetauluin varustetulle yksityisalueelle. Lisäksi KKO on ottanut kantaa sopimuksen sitovuuteen. KKO on katsonut, että tosiasiallinen toiminta eli auton pysäköiminen alueelle merkitsi sopimusoikeudellisesti, että ajoneuvon kuljettaja oli hyväksynyt opastetauluissa esitetyt ehdot. Tällöin oli syntynyt ehtojen mukainen sopimus pysäköinnistä. Sopimuksen syntyminen voidaan liittää ulkonaisiin tunnusmerkkeihin, jotka ilmenevät osapuolten toiminnassa. Tietyissä olosuhteissa objektiivisesti tarkastellen tietynlainen osapuolten toiminta voi olla osoitus sopimussuhteen syntymisestä. Tällöin ei KKO:n mukaan ole tarpeen turvautua yksinomaan tahdonilmaisun käsitteeseen. Sopimusvelvoitteiden syntymisen ei pitäisi myöskään olla yllättävää toimijoille, sillä niiden tulee tulkita olosuhteita ja päätellä niistä mahdollisuus sopimuksen syntymiseen. Esimerkiksi pysäköintitapauksessa ajoneuvon kuljettajan on täytynyt olla tietoinen siitä, ettei yksityiselle alueelle saa pysäköidä ilman lupaa. Pysäköintikieltoa tehostamaan voidaan asettaa liikennemerkkit ja niihin voidaan liittää ehto kiellon vastaisesta pysäköinnistä veloitettavasta valvontamaksusta. Edellytys sopimuksen syntymiselle on, että ehdot on ilmaistu riittävän selkeästi. Vastaavasti kuljettajan pysäköidessä kiellon vastaisesti ja tästä tietoisena ajoneuvonsa alueelle, voidaan olosuhteissa osapuolen toiminnan perusteella katsoa muodostuneen sopimus, jonka keskeisenä veloitteena on valvontamaksun suorittaminen kiellon vastaisen pysäköinnin perusteella.²⁵⁷

²⁵⁴ Grönfors 1993, s. 129–130.

²⁵⁵ *Ruots. Ett verkligt avtal.*

²⁵⁶ Grönfors 1993, s. 98–100.

²⁵⁷ Ks. erityisesti KKO 2010:23 -ratkaisun kohdat 12, 13, 14.

KKO on siis edellä esitellyllä ratkaisullaan vahvistanut Grönforsin paljon aiemmin esittämän teorian mukaisen sopimuksen muodostumisen mahdollisuuden. Sopimuksen syntyminen on siis mahdollista, mutta praktisesta näkökulmasta sopimuksen osapuolen näyttäminen voi olla vaikeaa, ellei alueella ole esimerkiksi kameravalvontaa tai ellei henkilö myönnä kuljettaneensa ajoneuvoa, jolloin hänet voidaan yksilöidä sopimuksen osapuoleksi. Näyttötaakkaa koskevan yleisen periaatteen mukaan sen, joka väittää jotakin, on näytettävä väitteensä toteen. Poiketen julkisen vallan suorittamasta pysäköinninvalvonnasta, ajoneuvon haltijalla tai omistajalla ei ole velvollisuutta osoittaa yksityisalueella pysäköintiä sopimusten perusteella valvovalle yritykselle ajoneuvonsa käyttäjien henkilöllisyyttä. Lisäksi myös prosessioikeudellisesti läheistä henkilöä tai perheenjäsentä vastaan ei voida velvoittaa todistamaan OK 17:17 :n mukaan. Näytöstä jää riippumaan, voidaanko sopimuksen mukaista velvoitetta vaatia täytettäväksi ja kenelle vaatimus voidaan esittää. KKO:n ratkaisussa sopimuksen osapuolista ei vallinnut epäselvyyttä, sillä autoa kuljettanut, sen ainoaksi haltijaksi rekisteriin merkitty henkilö ei ollut uskottavasti pystynyt kiistämään toimineensa auton kuljettajana useita kertoja yhteensä noin kolmen kuukauden aikana, jolloin tapauksessa kyseessä olleet valvontamaksut oli annettu. Rahastosopimuksen kohdalla ei voitane kiistää ainakaan osapuolten henkilöllisyyttä, sillä rahastomerkinnän suorittavalta henkilöltä edellytetään henkilöllisyyden osoittamista. Tällöin siis merkintälomakkeen kirjoittamiseen voitaisiin nähdä konstituoivan myös hiljaisen sopimuksen toiminnan perusteella. Tämä teoria on kuitenkin jokseenkin kaukaa haettu, vaikka se teoreettisesti tarkasteltuna voisikin olla mahdollinen.

Toimeksiantosopimuksen syntyminen ei myöskään ole sidottu ainoastaan nimenomaisiin tahdonilmaisuihin. KKO on todennut, ettei toimeksiantosopimukselta edellytetä kirjallista tai muutenkaan määrämuotoa. Sopimus voi syntyä myös suullisestikin tai jopa pelkästään osapuolten tosiasiallisen toiminnan ja käyttäytymisen seurauksena.²⁵⁸ Tapauksessa KKO 2011:6 oli kyse siitä, oliko osapuolten välille syntynyt toimeksiantosopimus, jonka perusteella toimeksisaajalla oli oikeus palkkioon. Tapauksessa väitetyn sopimuksen sisältönä olivat toimeksisaajan suorittamat toimet, jotka olivat johtaneet toimeksiantajan uuden tehtaan perustamiseen. KKO on ratkaisussa muistuttanut, että oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa on suhtauduttu lähtökohtaisesti pidättyvästi sopimuksiin, jotka eivät perustu nimenomaiseen tahdonilmaisuu. Tämän on katsottu olevan perusteltua, jottei kukaan joutuisi sopimussuhteeseen ilman hyväksyntäänsä tai sitoutumistahdon ilmaisemista.²⁵⁹

²⁵⁸ KKO 2011:6, kohta 7.

²⁵⁹ KKO 2011:6, kohta 7.

KKO on kuitenkin korostanut ratkaisussaan, että tietyin edellytyksin jo sopimusneuvotteluiden käyminen voi synnyttää osapuolelle velvollisuuksia tai korvausvastuun neuvottelukumppania kohtaan. Näin on etenkin, jos osapuoli itse on menettelyllään synnyttänyt neuvottelukumppanissaan perusteltuja odotuksia sopimuksen tekemiseen, ja jälkimmäinen osapuoli odotuksiin luottaen ryhtyy valmistelutoimiin. Tässä vaiheessa tapahtuva perusteeton vetäytyminen sopimuksen tekemisestä voi synnyttää korvausvastuun sopimuksentekorikkomusta koskevien periaatteiden mukaisesti.²⁶⁰

KKO korostaa, että kyseisessä tapauksessa KKO 2011:6 osapuolet ovat olleet tietoisia siitä, että toimeksisaajana itseään pitänyt henkilö on alkanut toteuttaa tiettyjä toimenpiteitä, eikä väitetty toimeksiantaja ole nimenomaisesti sanoutunut niistä irti. Tämä oli KKO:n mukaan omiaan puoltamaan sopimuksen syntymistä; samalla KKO kuitenkin korosti, että palkkiota koskevan maksuvelvollisuuden syntyminen edellyttää vahvoja sitä puoltavia perusteita. Sopimusta vastaan puhuvat seikat painoivat vaakakupissa siinä määrin enemmän kuin puoltavat seikat, ettei osapuolten tosiasiallisen käyttäytymisen voitu kyseisessä tapauksessa katsoa synnyttäneet sellaista yhteisymmärrystä, että se oikeuttaisi väitetyn toimeksisaajan palkkion saamiseen. Näiden seikkojen perusteella KKO päätyi katsomaan, että osapuolten välille ei ollut syntynyt toimeksiantosopimusta.²⁶¹

Grönforsin teoriaa seuraten sopimusvastuun voidaan nähdä jakautuvan sopimuksesta johdettavissa olevaan luontoissuoritusvelvollisuuteen ja muihin sopimusperusteisen vastuun ilmenemismuotoihin. Vaikkei varsinaista suoritusvaatimusta voitaisi esittää sopimusvelalliselle, voidaan häneen tietyissä tilanteissa ja tiettyjen edellytysten vallitessa kohdistaa kuitenkin vahingonkorvausvaatimus sopimusvastuun periaatteita noudattaen.²⁶² Jos rahastosopimuksen mukaisen merkintäsumman suorittamatta jättäminen katsottaisiin sopimusrikkomukseksi, voitaisiin esittää myös tulkintoja mahdollisista sopimusrikkomuksen seurauksista. Sellaiset tarkastelut menevät kuitenkin tässä tutkimuksessa esitettyjen tutkimuskysymysten ulkopuolelle, eikä niihin siksi tässä perehdytä syvällisemmin.

²⁶⁰ KKO 2011:6, kohta 8. Ks vastaavasti myös KKO 2009:45.

²⁶¹ Ks myös. KKO 2006:71. Mainitussa ratkaisussa KKO on arvioinut sopimuksen syntymistä keskinäisen yhteistoiminnan perusteella.

²⁶² Hemmo 2003 II, s. 27.

3.2.5 Tarjous – vastaus -mekanismi ja rahastomerkintä

Klassinen käsitys sopimuksen syntymisestä on tarjouksen ja ehdottoman vastauksen muodostama yhtälö, jonka tulos on sopimus.²⁶³ Tarjous – vastaus -mekanismi on dispositiivinen, mikä merkitsee mahdollisuutta poiketa siitä tarjoukseen tai vastaukseen otetuilla ehdoilla tai muodostuneen kauppataivan mukaisella tavalla.²⁶⁴ OikTL 1 luvussa säädetään yleisistä säännöksistä, jotka koskevat sopimuksen tekemistä. Hemmo on kuitenkin huomauttanut, että OikTL:n säännöksistä on löydettävissä vain perussäännöt, joista on lopulta vain vähän apua ongelmatilanteiden selvittelyssä. Säännökset normittavat lähinnä teknisistä seikoista johtuvia ongelmatilanteita, kuten epäpuhtaiden tai viivästyneiden vastauksien aiheuttamia ongelmia.²⁶⁵ Voidaan olettaa, että tämän tyyppiset kysymykset aktualisoituvat harvemmin rahastojen osalta.

Lähtökohtaisesti OikTL 7 §:n mukaan tarjouksen tehnyt on sidottu tekemäänsä tarjoukseen vastapuolen selonotosta alkaen. OikTL 1.1 §:n mukaan sopimus syntyy, kun tarjoukseen annetaan hyväksyvä ehdoton vastaus.²⁶⁶ OikTL:n 1.2 §:ssa säädetään soveltamisrajoituksesta, jonka mukaan säännökset eivät koske ensinnäkään määrämuotoisia sopimuksia, joista tyypillisesti säädetään erillisessä laissa. Toiseksi säännöksiä ei sovelleta reaalisopimuksiin, joilla tarkoitetaan lain mukaan sopimuksia, "joiden päättämiseen vaaditaan suorituksen toimittamista toiselle sopimuspuolelle".²⁶⁷ Reaalisopimuksilla tarkoitetaan Havansin mukaan sellaista sopimusta, "jonka olennaisena syntyvaiheena ja samalla pätevyyden välttämättömänä edellytyksenä on tietyn suorituksen tapahtuminen sopimuspuolelta toiselle (reaaliakti)". Ilman tätä reaalista tapahtumaa, sopimuksen ei katsota ylipäänsä syntyvän; pelkät tahdonilmaisut eivät toisin sanoen ole riittävät synnyttämään reaalisopimusta.²⁶⁸ Sijoitusrahasto-osuuksiin poikkeukset eivät sovellu, sillä niissä ei ole kyse sopimuksesta, jonka voimaantulo edellyttäisi jonkin esineen traditiota tai muuta reaalista aktia siinä tarkoituksessa kuin oikeuskirjallisuudessa on luonnehdittu. On totta, että rahastosopimus edellyttää rahasuoritusta, mutta niin asia on muidenkin toimeksiantoa koskevien sopimusten tapauksessa.

²⁶³ Grönfors 1993, s. 17.

²⁶⁴ Hemmo 2003 I, s. 100.

²⁶⁵ Hemmo 1998, s. 22–23.

²⁶⁶ Saarnilehto 2009, s. 42–43; Hemmo 1998, s. 22–23.

²⁶⁷ Hemmo 2003 I, s. 100.

²⁶⁸ Havansi 1969, s. 379–380. Reaalisopimuksia ovat Havansin mukaan sellaiset sopimukset, jotka edellyttävät irtaimen esineen siirtymistä osapuolelta toiselle. Esimerkkeinä hän mainitsee irtaimen panttauksen, irtaimen lahjan, velaksi annon, irtaimen lainan ja talletuksen. Ks myös. Havansi 1969 s. 381–383.

OikTL edustaa pohjoismaisen lainvalmistelun yhtenäistä perinnettä. Hemmon mukaan pohjoismaiden vastaavissa säädöksissä päädyttiin luottamusteorian mukaisiin painotuksiin sääntelyä koskevista valinnoista.²⁶⁹ Siten tarjous – vastaus -mekanismin voidaan katsoa pohjautuvan vahvasti luottamusteoriaan. Jotta tarjouksen sitovuuteen olisi mahdollista luottaa, on oltava selkeät säännöt tarjouksen sitovuuden määrittämiseksi. Tähän tarkoitukseen luottamusteoria tarjoaa selkeän vastauksen.

Digitalisaation voimistuessa entisessään, ei voida kokonaan sivuuttaa myöskään tarjous – vastaus -mekanismiin liittyvää digitalisaatiokeskustelua. Koska myös rahastomerkintöjä voidaan tehdä verkon välityksellä, on aiheellista pohtia sääntelyn soveltuvuutta verkottuneeseen etäkaupankäyntiin. Kuriositeettina voidaan havaita, että OikTL:n säätämisen aikaan tyypillisesti sopimuksia tehtiin kirjeitse, jolloin tarjous ja siihen annettu vastaus oli luonnollinen prosessi sopimuksen valmistelussa. Nykyajan sähköisten sopimusten aikakaudella, tarjous – vastaus -mekanismi on käyttökelpoisempi kuin sen säätämisen aikaan on osattu arvatakaan.²⁷⁰ Sähköisten sopimusten kohdalla voidaan toki havaita tiettyjä erityispiirteitä, kuten tietoyhteiskuntakaaren (917/2014) 22 luvussa säädetään. Erityisesti lain 176 §:ssä säädetään tietoyhteiskunnan palvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuuksista. SRL soveltuu sähköisesti tehtyihin rahastomerkintöihin erityislakina, mutta tietoyhteiskuntakaarta voidaan soveltaa täydentävänä yleislakina. Monet pankit tarjoavat asiakkailleen mahdollisuuden merkitä rahastoja verkkopankin välityksellä. Näissä tapauksissa tyypillisesti koko merkintäprosessi on automatisoitu ja rahaston sääntöjen mukainen merkintä pakotettu tekemään sääntöjen mukaan, huomioiden esimerkiksi vähimmäismerkintää koskevat rajoitukset. Usein prosessiin on sisäänrakennettu myös merkinnän maksaminen, jolloin merkintäsumma ei käytännössä voi jäädä maksamatta.²⁷¹ Eri asemassa ovat kuitenkin ne tilanteet, jossa sähköinen merkintä tapahtuu toimittamalla merkintää koskeva tahdonilmaisu sähköpostin välityksellä. Tällöin menettelyssä on tavanomaisia tarjous – vastaus -mekanismin ominaispiirteitä.

Pohdittaessa kaavamaisen tarjous – vastaus -mekanismin soveltuvuutta rahastomerkintään on otettava esille muutamia näkökohtia. On välttämätöntä pohtia, voidaanko rahastoyhtiön yleisön saataville asettamien materiaalien käsittää muodostavan sopimusoikeudellisen tarjouksen.

²⁶⁹ Hemmo 2003 I, s. 97; ks. myös Grönfors 1993, s. 17–19

²⁷⁰ Hemmo 2003 I, s. 97.

²⁷¹ Tällaista mekanismia sovelletaan esimerkiksi Op.fi ja nordea.fi -verkkopankkipalveluissa. Molemmat palvelut mahdollistavat asiakkailleen sijoittamisen saman konsernin rahastoyhtiön hallinnoimiin rahastotuotteisiin.

Sopimusoikeudessa vahvana lähtökohtana on, että tarjouksena ei voida pitää ilmoitusta siitä, että joku on valmis tekemään sopimuksia. Saarnilehdon mukaan ”[e]simerkiksi sanomalehti-ilmoitukset, hintaluettelot, näyteikkunahinnat ja muut vastaavat eivät ole tarjouksia. Niitä voidaan pitää kehoituksina tarjouksen tekemiseen”.²⁷² Jotta voitaisiin paremmin ymmärtää rahasto-osuuksien tarjoamista, on luotava lyhyt katsaus erityislainsäädäntöön. Rahasto-osuuksien markkinoinnilla tarkoitetaan AIFML 2:4.1,6 :n mukaan vaihtoehtorahastojen hoitajan aloitteesta tai lukuun tapahtuvaa sen hoitaman vaihtoehtorahaston osuuksien tai osakkeiden suoraa tai välillistä tarjoamista tai kohdentamista sijoittajille. SRL:ssa on säädetty rahastoyhtiölle tiettyjä velvollisuuksia rahasto-osuuksien markkinointiin. SRL 24.1 §:n mukaan rahastoyhtiö ei saa aloittaa hallinnoimansa sijoitusrahaston osuuksien markkinointia yleisölle eikä sijoitusrahastoon saa ottaa varoja ennen kuin FIVA on vahvistanut sijoitusrahaston säännöt. Koska rahasto-osuudet ovat arvopapereita, sovelletaan tähän markkinointiin myös AML:n säännöksiä.²⁷³ Esimerkiksi sijoituspalveluyrityksen markkinoidessa rahasto-osuuksia myös se on sidottu AML:n säännöksiin. Keskeisiä säännöksiä ovat AML 1:2:n kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaan, AML 1:3:n kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja sekä AML 1:4:n mukainen velvollisuus pitää riittävät tiedot tasapuolisesti esillä, eli tietojen on oltava kaikkien sijoittajien saatavilla. Lisäksi keskeinen on AML 4:1:n säädetty vaatimus esitteen julkaisemisesta: yleisölle arvopapereita tarjoavan, eli rahastoyhtiön, on julkaistava arvopapereita koskeva esite ennen tarjouksen voimaantuloa tai arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle ja pidettävä se yleisön saatavilla tarjouksen voimassaoloajan. Tämä vaatimus voidaan tulkita täyttyvän, kun rahastoyhtiö SRL 92 §:n mukaisesti julkistaa kyseistä rahastoa koskevan rahastoesitteen, johon on lisäksi liitetty rahaston säännöt.

Selkeyden vuoksi on pysähdyttävä hetkeksi tutkimaan tilannetta, jossa useimmat ammattimaista rahastosijoittamista koskevat sopimussuhteet saavat alkunsa. Näin on meneteltävä siksi, jotta edellä esitettyä voidaan soveltaa sopimusoikeudellisesti ja asettaa näin tehtävä tarjous oikeaan kontekstiinsa. Sopimusoikeudellisesta perspektiivistä juuri rahastoesitettä ja sääntöjä voidaan siis pitää potentiaalisille sijoittajille kohdennettuna tarjouksena ostaa sijoitusrahasto-osuuksia. Näin asia

²⁷² Saarnilehto 2009, s. 42–43.

²⁷³ Rudanko 1998, s. 13; Hoppu 2004, s. 114. Tarkalleen ottaen arvopaperina pidetään rahasto-osuudesta annettavaa osuustodistusta. Ks. lisää Harju – Syyrilä 2001, s. 239. AML 2:1.1,4:ssä säädetään arvopaperilla tarkoitettavan muun muassa rahasto-osuutta tai muuta siihen rinnastettavaa yhteissijoitusyrityksen osuutta. Lähitulevaisuudessa fyysiset osuustodistukset tulevat siirtymään historiaan sähköisten järjestelmien korvatesa ne; ks. tältä osin SRL-työryhmämuistio 2018, s. 12.

on silloin, kun rahastoyhtiö lähestyy sijoittajaa ja tarjoaa sille rahastoa antamalla materiaalit sijoittajalle. Rahastojen merkinnässä sijoittajalla on aina päätävävalta siihen, minkä suuruisen sijoituksen ja mihin sijoituskohteeseen hän haluaa tehdä. Tässä tutkimuksessa fokus on nimenomaan ammattimaisia sijoittajia koskevissa tilanteissa. On huomattava, että harva ammattimainen sijoittaja – jos kukaan – käytännössä hankkii sijoituskohteita tapaamatta rahastoyhtiön tai kyseistä rahastoa rahastoyhtiön lukuun markkinoivan tahon edustajia. Tällöin käytännössä on selvää, että rahastoyhtiötä voidaan pitää sopimusoikeudellisesti sitovan tarjouksen esittäjänä.

Pääsääntöisesti tarjous sitoo antajaansa siitä hetkestä lukien, kun tarjouksen vastaanottaja eli adressaatti on ottanut siitä selon. Tätä hetkeä ennen tarjouksen antajalla on vapaa peruuttamisoikeus.²⁷⁴ Eli esimerkiksi jos rahastoyhtiö on antanut virheellistä tietoa sijoitusrahastosta, sen pitää oikaista tiedot ennen kuin adressaatti on ottanut selvää virheellisestä tarjouksesta.

Toiseksi on pohdittava, voidaanko sijoittajan täyttämää merkintälomaketta pitää laissa tarkoitettuna ehdottomana myöntävänä vastauksena ja mahdollisuutta näin muodostaa sopimus vuorotellen esitettyjen tahdonilmaisujen perusteella. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että sopimuksen syntyminen ei edellytä nimenomaisesti havaittavia tarjoukseksi ja vastaukseksi tulkittavia tahdonilmaisuja, vaan osapuolten sopimukseen liittyvää yksimielisyyttä voidaan pitää riittävänä.²⁷⁵

Allekirjoitettu merkintälomake voitaisiin teoriassa tulkita joko sijoittajan rahastoyhtiölle tekemäksi tarjoukseksi tai hyväksyväksi vastaukseksi rahastoyhtiön tekemään tarjoukseen. Ensinnäkin jos ajatellaan rahastomateriaalin esillä pitämistä ja AIFML:n mukaista tarjoamista sopimusoikeudellisesti relevanttina tarjouksena, allekirjoitettu merkintälomake voidaan tulkita vastaukseksi rahastoyhtiön esittämään tarjoukseen, mikäli rahastoyhtiö on tavannut sijoittajan henkilökohtaisesti ja esittänyt rahastoa koskevan tarjouksensa sijoittajalle esimerkiksi antamalla materiaaleja ja merkintälomakkeen sijoittajalle. Toisaalta merkintälomakkeella sijoittaja disponoi rahastodokumentaatioon perustuen, jolloin voitaisiin myös tulkita, että sijoittaja tekee rahastoyhtiölle tarjouksen antamalla tiedot merkintälomakkeella. Tällöin sijoittaja olisi sidottu tarjoukseensa, ja rahastoyhtiöstä tulisi tarjouksen vastaanottaja, jonka lähtökohtaisena velvollisuutena olisi hyväksyä tarjous. Hyväksynnän edellytyksenä olisi, että sijoittajan tekemä tarjous vastaa

²⁷⁴ Hemmo 2003 I, s. 100–101.

²⁷⁵ Hemmo 2003 I, s. 98. Ks myös edellä osiossa 3.2.4 esitetty.

rahastodokumentaatioissa esitettyjä ehtoja ja asiakas voidaan esimerkiksi AML-tarkistusten nojalla hyväksyä ylipäättään asiakkaaksi.

Perustellumpana tulkintavaihtoehtona ammattimaisen sijoittajan kohdalla voidaan nähdä ensin esitetty. Edellä esitetysti lainsäädäntö lähtee siitä, että rahastodokumentaation esillä pitäminen on lähtökohtaisesti AIFML:n tarkoittamalla tavalla markkinointia, jonka tarkoituksena on saada uusia sijoituksia rahastoon. Ammattimaisten sijoittajien kohdalla sijoittajia tai heidän edustajiaan myös vakiintuneesti tavataan henkilökohtaisesti. Tällöin voidaan katsoa, että tehdessään merkintäpäättöksen sijoittaja vastaa rahastoyhtiön tarjoukseen hyväksymällä rahaston sääntöjen mukaan tehtävän sijoituksen. Tämän tahdonilmaisun sijoittaja ilmaisee tyypillisesti merkintälomakkeella, jonka hän allekirjoituksellaan vahvistaa. On kuitenkin todettava, että rahastoon sijoittamista koskeva sopimus on sinänsä pidettävä erillään varsinaisesta merkintätapahtumasta, joka aikaansaa esineoikeudelliset ja SRL:n mukaiset oikeudet ja velvollisuudet osapuolten välille; vasta merkintätapahtuma tarkoittaa rahastosuhteen syntymistä. Tätä varsinaisen rahastoon liittyvän suhteen syntymistä voi kuitenkin edeltää osapuolten, eli rahastoyhtiön ja sijoittajan, inter partes pätevä sopimus, joka on saanut alkunsa rahastoyhtiön esillä pitämisen materiaalin ja mahdollisen tapaamisen tai muun kommunikaation käsittävästä tarjouksesta ja siihen ammattimaisen sijoittajan antamasta hyväksyvästä vastauksesta.

Näin ollen on saatu selville hypoteesin mukainen tulos: merkintälomakkeen allekirjoittaminen näyttäisi synnyttävän sopimussidonnaisuuden sijoittajan ja rahastoyhtiön välille. Sopimuksen sisältöä luonnehditaan seuraavaksi tarkemmin, mutta keskeistä on se, että sopimussidonnaisuus todella syntyy ja sen sijoittajaa koskevaksi päävelvoitteeksi voidaan katsoa merkintäsumman suorittaminen rahastoon, jotta sijoittajasta voisi tulla rahasto-osuudenomistaja.

3.3 Rahastomerkintää koskevan sopimuksen sisältö

3.3.1 Rahastomerkintää koskeva sopimus

Edellä esitetysti sopimus voi syntyä eri tavoilla ja sen muodostumisprosessia voidaan arvioida eri teorioiden kautta. Keskeinen havainto on, että tällainen sopimus vaikuttaisi olevan mahdollinen. Seuraavaksi tarkastellaan tiiviisti rahastomerkintää koskevaa sopimusta eli rahastosopimusta, jossa on piirteitä yksilöllisestä sopimuksesta, vakiosopimuksesta sekä toimeksiantosopimuksesta.

Tyypillisesti sijoitusrahastoon sijoittamisesta ei laadita kirjallista ja nimenomaista sopimusta, jossa määriteltäisiin ja sovittaisiin osapuolten kesken rahastoon sijoittamisen ehdot nimenomaisesti. Mikään ei sinänsä estä tämän tyyppisen sopimuksen laatimista. Sijoituspalveluiden osalta on hiljattain nähty siirtymä kohti entistä tarkempaa ja ennen kaikkea kirjallista sopimista palvelun keskeisistä ehdoista.²⁷⁶ Rahastosijoitusten osalta toimitukseen yleensä käytetään merkintälomaketta.²⁷⁷ Merkintälomakkeella voidaan katsoa olevan myös sopimusoikeudellista merkitystä tarkasteltaessa rahastosopimusta. Se ilmentää sijoittajan tahtoa tehdä yksilöimänsä sijoitus, ja merkintälomakkeen allekirjoittaminen voi myös merkitä rahastosopimuksen syntymistä.

Rahastosopimuksessa on myös piirteitä toimeksiantosopimuksesta. Toimeksiantosopimus on perinteisesti luokiteltu keskeisten velvoiteoikeudellisten sopimustyyppien joukkoon, ja sen oikeudellinen perusta voidaan paikallistaa kauppakaaren (3/1734) 18 luvun säännöksiin.²⁷⁸ *Toimeksiantoa* voidaan kauppakaaren 18 luvun 1 §:n legaalimääritelmän mukaan luonnehtia toiminnaksi, jolla ”joku hänen pyynnöstään suostuu asioitsemaan ja toimittamaan jotain hänen puolestansa”. Tietyiltä osin toimeksiantosopimuksen yleiset piirteet, kuten valtuutusoppiin pohjautuva konstruktio sekä eräät muut säännökset, soveltuvat rahastomerkinnän tapaukseen, mutta joiltain osin voidaan esittää myös perusteltua kritiikkiä liian suoraviivaisia tulkintoja kohtaan. *Komissiolla* tarkoitetaan esineiden myymistä tai ostamista toimeksiantajan lukuun asiamiehen eli komissionsaajan nimissä. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että komissio vakiintuneen sisältöisenä sopimustyyppinä on antanut hyvin merkittävää analogiavaikutusta myös muihin toimeksiantosopimuksiin.²⁷⁹ Sisältönsä vuoksi toimeksiantosopimuksille on myös tyypillistä, että niitä voidaan soveltaa immateriaalisiin palveluihin, jollaisesta on kyse muun muassa pankkien ja sijoituspalveluntarjoajien toimialaan kuuluvien palvelujen suorittamisessa.²⁸⁰ Toisin sanoen niissä on kyse toimeksiannoista. Oikeuskirjallisuudessa immateriaalisista palveluista käytetään myös käsitettä asiantuntijapalvelu, jonka keskeisenä sisältönä on mm. ”neuvonnan tarjoaminen, transaktion toteuttaminen tai muu fyysisistä kohteista riippumaton toiminta”. Asiantuntijapalvelua käyttämällä asiakas pyrkii toteuttamaan tietyn tuloksen, jonka saavuttaminen jätetään asiantuntijan neuvonnan tai

²⁷⁶ Ks. MiFID II -direktiivin 25(5) artikla. Kirjallisuuden korostaminen on omiaan lisäämään sijoittajansuojaa.

²⁷⁷ Merkintälomaketta on käsitelty perusteellisesti edellä jaksossa 2.2.4. Tästä syystä merkintälomaketta ei tässä käsitellä enemmälti.

²⁷⁸ Halila – Hemmo 2008, s. 132.

²⁷⁹ Halila – Hemmo 2008, s. 134.

²⁸⁰ Halila – Hemmo 2008, s. 134–135.

muun palvelun varaan.²⁸¹ Rahastosopimusta voidaan kuvailla sijoittajan rahastoyhtiölle antamaksi toimeksiannoksi sijoittaa tietty rahamäärä tiettyyn rahastoon rahaston sääntöjen mukaisesti. Tämän toimeksiantosopimuksen keskeisenä sisältönä voidaan tulkita olevan sijoittajan ilmaiseman toimen toteuttaminen rahaston säännöistä ilmenevien ehtojen mukaisesti.

Merkitsevästi rahasto-osuuksia sijoittajan voidaan nähdä sitoutuvan rahaston sääntöihin, jotka muodostavat lain esitöiden mukaan eräänlaisen vakimuotoisen sopimuksen rahaston hoitamisessa noudatettavista periaatteista.²⁸² Tarkastelemalla rahaston sääntöjä voidaan siis saada tietää, mikä on tämän rahastoon sijoittamista koskevan vakimuotoisen sopimuksen sisältö. Rahastoesite sisältää tyypillisesti rahastomerkintää koskevaa informaatiota siinä määrin, että nähdäkseni sen tulisi ainakin täydentävästi kuulua vakimuotoisen sopimuksen sisältöön.

Rahastosijoitusta koskevaa sopimusta on käsitelty Helsingin hovioikeuden tuomiossa nro 36 vuodelta 2017. Oheisesta selosteesta käy ilmi ratkaisun keskeisin sisältö. Ratkaisua käytetään soveltuvilta osin lähteenä tutkittaessa rahaston sääntöjen ja rahastoesitteen sitovuutta osana rahastosopimusta.

Tapauksessa oli kyse siitä, oliko Alexandria Rahastoyhtiö Oy:llä oikeus periä OP-Henkivakuutus Oy:n (entinen Aurum Sijoitusvakuutus Oy, ja sitä ennen Skandia Life Insurance Company Limited) suorittamasta Alexandrian rahastoista tapahtuneesta rahasto-osuuksien lunastuksesta lunastuspalkkiota.

Alun perin Skandia Life Insurance Company Limited (Skandia) ja Alexandria Rahastoyhtiö Oy (Alexandria) olivat allekirjoittaneet vuonna 2011 rahastosopimuksen, jonka perusteella Skandia oli sijoittanut Alexandrian rahastoihin yli 500 miljoonaa euroa. Skandia oli myynyt vakuutustoiminnan Aurum Sijoitusvakuutus Oy:lle (Aurum) ja myöhemmin Skandia oli myynyt Aurumin osakkeet OP-Pohjolle. Keväällä 2013 Aurum oli päättänyt lunastaa kaikki Alexandrian rahastoissa olleet yli 500 miljoonan euron arvoiset rahasto-osuudet. Alexandria oli pidättänyt Aurumin suorittamien rahasto-osuuksien lunastusten yhteydessä lunastuspalkkioina rahastoesitteen ja hinnaston mukaisen 1 prosentin lunastuspalkkion lunastettavan rahasto-osuuden arvosta eli tässä tapauksessa lunastuspalkkioina yhteensä 5.350.490,94 euroa. Aurum piti lunastuspalkkiota perusteettomana ja nosti kanteen, jossa se vaati Alexandrian luopumaan perusteettomasti perityistä lunastuspalkkioista. Alexandria kiisti kanteen ja katsoi, ettei rahastosopimuksessa ollut sovittu, ettei lunastuspalkkiota perittäisi; Alexandria katsoi, että sopimuksessa oli sovittu noudatettavan normaaleja palkkiokäytäntöjä. Alexandrian mukaan rahastojen säännöt ja rahastoesitteet eivät mahdollistaneet lunastuspalkkiosta sopimista ja Alexandria olisi siten oikeutettu perimään lunastettavien rahasto-osuuksien arvosta rahastoesitteen mukaisen 1 %:n lunastuspalkkion. Alexandria katsoi myös, että sen ja alun perin Skandian välisessä rahastosopimuksessa ei ollut sovittu poikkeavasti lunastuspalkkiosta.

²⁸¹ Halila – Hemmo 2008, s. 135–136.

²⁸² HE 202/1998 vp, s. 34. Myös Harju – Syyrilä 2011, s. 179.

Hovioikeus totesi tuomiossaan, että sijoitusrahastolaki ja sen nojalla annetut Alexandrian rahaston säännöt ja edelleen yksittäisen rahaston rahastoesite mahdollistivat lunastuspalkkiosta sopimisen, jos lunastuspalkkio oli rahaston säännöissä ilmoitettu enimmäismääräisenä. Hovioikeus totesi, että Alexandrian käyttämät säännöt ja rahastoesitteet olivat mahdollistaneet lunastuspalkkiosta sopimisen säännöissä ilmoitetun enimmäismäärän puitteissa, eli lunastuspalkkion oli voitu sopia olevan 0–2 prosenttia lunastettavasta määrästä.²⁸³

Tapauksesta on saatavissa vahvistusta käsitykselle siitä, mikä merkitys rahaston säännöillä sekä rahastoesitteellä on sijoitusta koskevan sopimuksen kannalta. Ratkaisusta ilmenee, että rahastosijoituksen keskeiset ehdot määräytyvät rahaston sääntöjen ja rahastoesitteen määräysten mukaisesti. Rahastoyhtiön hallitus määrittää sijoitusrahaston säännöissä itse muun muassa merkintä- ja lunastuspalkkioiden perusteet, jotka yleensä ilmaistaan enimmäismäärinä. Markkinoinnin yhteydessä ilmoitetuissa puitteissa rahastoyhtiölle on sallittu eräänlainen harkintamarginaali, jonka puitteissa sillä on varaa alentaa perimiään palkkiota kuitenkin osuudenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen asettamat rajoitukset huomioiden.²⁸⁴ Tapauksessa viitataan lain esitöihin, joissa on ilmaistu varsin selkeästi, että olennaista on rahasto-osuudenomistajien ja sellaiseksi aikovien kohtelemisen yhdenvertaisesti ja laskentaperusteiden esittäminen selkeästi.²⁸⁵ Hovioikeus toteaa, että alalla on muotoutunut markkinakäytäntö, jonka mukaan rahastoesitteessä (ja avaintietoesitteessä) esitetyt palkkiot ovat enimmäismääräiset kulut, joista on mahdollista ja myös tavanomista poiketa kahdenkeskin sopimuksin.²⁸⁶ Toinen hyvin olennainen tulkinta, joka on myös tämän tutkimuksen kannalta keskeinen, liittyy palkkioiden ja yhdenvertaisuuden yhteyteen. Hovioikeus totesi ratkaisussaan, että rahastoyhtiön veloittama merkintäpalkkio veloitetaan ennen kuin sijoittajan rahasto-osuuden merkitsemistä varten sijoittamat varat siirtyvät sijoitusrahastoon. Vastaavasti lunastuspalkkio veloitetaan sen jälkeen, kun varat on siirretty pois rahastosta. Tämä merkitsee sitä, että mahdolliset rahastoyhtiön veloittamat palkkiot tai veloittamatta jättämät palkkiot eivät välittömästi vaikuta sijoitusrahaston yhteisiin varoihin. Näin ollen merkintä- ja lunastuspalkkioista sopimisen ei hovioikeuden mukaan voida nähdä loukkaavan yhdenvertaisuutta.²⁸⁷

Jälkimmäistä tulkintaa voidaan perustellusti kritisoida. Rahasto-osuudenomistajien yhdenvertaisen kohtelun voidaan nähdä ulottuvan myös laajemmalti kuin pelkästään seikkoihin, jotka vaikuttavat

²⁸³ HelHo 16.1.2017, tuomio nro 36.

²⁸⁴ HelHo 16.1.2017, tuomio nro 36, s. 10.

²⁸⁵ HelHo 16.1.2017, tuomio nro 36, s. 10; ks. myös HE 202/1998 vp, s. 17–18 ja 53.

²⁸⁶ HelHo 16.1.2017, tuomio nro 36, s. 14.

²⁸⁷ HelHo 16.1.2017, tuomio nro 36, s. 14–15.

suoraan rahasto-osuudenomistajien omistuksen arvoon. Hovioikeus on myös huomionut tämän ratkaisussaan. Vaikka lähtökohtaisesti rahastoa koskevassa sopimuksessa voidaan sopia monista asioista, kuten palkkioista, sijoittajakohtaisesti, edellyttää yhdenvertaisuusperiaate kuitenkin sitä, että ”rahastoyhtiö tosiasiassa noudattaa alennusten antamisessa johdonmukaisia ja asiakkaiden yhdenvertaisuutta kunnioittavia lähtökohtia”.²⁸⁸ Tämä on erittäin tärkeä täsmennys yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamiseen. Rahasto-osuudenomistajien kokemus rahastoyhtiön toiminnasta ja heidän havaitsemansa oikeudenmukaisuus on tärkeä seikka, kun muistetaan kyseessä olevan ennen kaikkea sijoittajan ja rahastoyhtiön välinen luottamussuhde. Tätä yhdenvertaisuusperiaatteen ja sopimusvapauden välisen rajanvedon käymisestä johtuvaa tulkintaa voidaan soveltaa myös siihen, miten rahastoyhtiön tulee suhtautua avoimeksi jääneisiin merkintäsopimuksiin.²⁸⁹

3.3.2 Sijoitusrahaston säännöt yleisinä sopimusehtoina

Sijoitusrahaston säännöt määrittävät keskeisesti sijoitusrahaston toimintaa, rahasto-osuudenomistajien oikeuksia ja rahastoyhtiön velvollisuuksia. Ne myös määrittävät sen, millä ehdoilla rahastoon sijoittaminen on mahdollista eli miten merkintä tehdään. Jos ajatellaan sijoitusrahastoon sijoittamista koskevaa sopimusta, voidaan ajatella sijoitusrahastojen sääntöjen muodostavan vakioehdot, jotka tulevat merkintää koskevan sopimuksen osaksi. Vallitseva tulkinta on, että merkitsemällä rahasto-osuuksia sijoittaja sitoutuu rahaston sääntöihin, jotka muodostavat lain esitöiden mukaan eräänlaisen vakiomuotoisen sopimuksen rahaston hoitamisessa sekä rahastoyhtiön ja sijoittajan välisessä oikeussuhteessa noudatettavista periaatteista.²⁹⁰ Vakiosopimus voidaan määritellä yksilöllisen sopimuksen vastakohdaksi. *Vakiosopimuksella* tarkoitetaan sopimusta, joka solmitaan käyttämällä vakioehtoja, yleensä yleisiä sopimusehtoja.²⁹¹ Vakiosopimuksille on tyypillistä, että niissä toinen osapuoli on tyypillisesti voimakkaampi kuin toinen. Tällöin heikompa osapuolta pyritään suojaamaan erikseen säädetyillä ratkaisuilla.²⁹²

Vakioehdoille on hahmotettu ainakin kolme tunnusmerkkiä, joista voidaan päätellä kyseessä olevan vakioehdot. Ensinnäkin vakioehdot laaditaan tavallisesti käytettäväksi useissa yksittäisissä

²⁸⁸ HelHo 16.1.2017, tuomio nro 36, s. 15.

²⁸⁹ Tähän palataan myöhemmin päätelmien yhteydessä.

²⁹⁰ HE 202/1998 vp, s. 34. Myös Harju – Syyrilä 2011, s. 179.

²⁹¹ Wilhelmsson 2008, s. 35.

²⁹² Kaisto 2001, s. 216.

sopimuksissa. Toiseksi vakioehdot laaditaan myöhempiä sopimussuhteita silmällä pitäen, eli niitä ei ole luotu vain yksittäistä ja tiettyä sopimussuhdetta varten, eikä niissä välttämättä voida kiinnittää huomiota tapauskohtaisen pääsopimuksen konkreettisiin tarpeisiin. Kolmanneksi vakioehdot on tarkoitettu käytettäväksi useiden eri sopimuskumppanien kanssa.²⁹³ Mikäli sijoitusrahaston sääntöjä tarkastellaan lain esitöissä kuvatulla tavalla vakioehtoina, niiden voidaan mitä ilmeisemmin havaita täyttävän kaikki kolme edellä esiteltyä edellytystä. Näin voidaan tulkita, että ainakin rahaston säännöt muodostavat vakioehtojen perustan. Lisäksi niihin kiinteästi liittyvä rahastoesite täydentää sääntöjä esimerkiksi kulujen, teknisten yksityiskohtien kuten tilitietojen yms. osalta, jolloin sitä voidaan pitää olennaisena osana vakioehtona pidettäviä sääntöjä täydentävänä dokumenttina. Näin ollen rahastoesitteen määräysten voidaan katsoa kuuluvan myös nyt puheena oleviin vakioehtoihin.

Vakioehtoja voidaan luokitella myös niiden laatijan mukaan. Vakioehdot saattavat olla yhteisesti laadittuja, niin sanottuja *agreed documents* -tyyppisiä, jolloin niiden laatimiseen on tavallisesti osallistunut molempien sopijapuolten edustajat tai edunvalvojat. Vaihtoehtoisesti vakioehdot ovat yhden osapuolen yksipuolisesti laatimat.²⁹⁴ Mikäli sijoitusrahaston sääntöjä ja niitä täydentävää rahastoesitettä tarkastellaan vakioehtoina, kyseessä on mitä ilmeisemmin rahastoyhtiön yksipuolisesti laatimat vakioehdot. Toisaalta voidaan havaita SRL:n pakottavien säännösten vaikuttavan hyvin keskeisesti siihen, millaisiksi nämä vakioehdot voivat muodostua. Lisäksi sijoitusrahastojen sääntöihin liittyy valvovan viranomaisen harjoittama ennakollinen valvonta, joka edelleen rajaa sitä, millaisia sääntöjä voidaan ylipäättään hyväksyttävästi luoda.²⁹⁵

Vakiosopimuksien keskeinen ongelma on niiden liityntä varsinaiseen pääsopimukseen. Vakiosopimuksia koskevassa oikeustieteellisessä kirjallisuudessa on tarkasteltu kysymystä siitä, voivatko vakioehdot sitoa sellaista osapuolta, joka ei ole myötävaikuttanut niiden sisältöön ja joka ei sopimusta solmittaessa mahdollisesti ole saattanut itseään tietoiseksi ehtojen sisällöstä. Aihetta kuvataan käsitteellä vakioehtojen liityntä pääsopimukseen.²⁹⁶ Sijoitusrahastoon sijoittamisen kohdalla kysymys liittynästä ei tavallisesti muodostu ongelmaksi, sillä tyypillisesti rahaston säännöissä tai merkintälomakkeella edellytetään, että sijoittaja on perehtynyt sijoituskohteena olevan sijoitusrahaston sääntöihin ja rahastoesitteeseen siinä määrin, että hän pystyy perustamaan

²⁹³ Wilhelmsson 2008, s. 36.

²⁹⁴ Wilhelmsson 2008, s. 37.

²⁹⁵ Ks. lähinnä edellä käsitellysti SRL 43 a§.

²⁹⁶ Wilhelmsson 2008, s. 38–39.

sijoituspäätöksensä hänelle tarjottuun materiaaliin. Tyypillisesti merkintälomakkeeseen on myös kirjattu ehdoksi, että sijoittaja on tutustunut rahastojen avaintietoesitteeseen, rahastoesitteeseen ja sääntöihin sekä ymmärtänyt ja hyväksynyt niissä mainitut ehdot.²⁹⁷ Siten liityntä on ilmeinen.

Rahastoyhtiöllä on SRL 26.1 §:stä johtuva velvollisuus kohdella sijoitusrahaston osuuden omistajia yhdenvertaisesti. Lain esitöistä ilmenee, että yhdenvertaisen kohtelun vaatimus suojaa rahasto-osuudenomistajia ja sellaiseksi aikovia. Siten se edellyttää myös palkkioiden laskentaperusteiden esittämistä selkeästi, jotta sijoittajilla on yhdenvertainen lähtökohta arvioida ajatellun sijoituksen ominaisuuksia.²⁹⁸ Sopimusoikeudellisesti arvioituna yhdenvertaista kohtelua voidaan pitää sopimussuhteissa perusteltuna erityisesti tilanteissa, joissa elinkeinonharjoittajalla on useita samassa tai samankaltaisessa asemassa olevia sopimuskumppaneita. Tämä vaikuttaa myös sopimussuhteen arviointiin ja sopimuksen tulkintaan. Oletukseksi voidaan asettaa kaikkien saman osapuolen tekemien keskenään samankaltaisten massasopimusten pitäminen sisällöltään yhdenmukaisena, ellei muuta ole näytetty. Tällöin sopimuksen tulkinnassa voidaan ottaa huomioon muiden samankaltaisten sopimusten sisältö ja soveltamiskäytäntö.²⁹⁹ Yhdenvertaista kohtelua voidaan punnita sijoitusrahaston kontekstissa. Rahastosopimusta voidaan pitää rahaston sääntöjen ja rahastoesitteen ehtojen mukaisena standardisopimuksena, joissa merkintäsumma ja sovellettavat palkkiot ovat merkittävimpiä muuttujia. Yhtenäiseen kohteluun vaikuttavat rahastoyhtiön lakisääteiset velvollisuudet kohdella rahasto-osuudenomistajia yhdenvertaisesti SRL 26.1 §:n mukaan.

Sopimuksen tekemistä rajoittaa kuitenkin rahastoyhtiön lakisääteinen velvollisuus kieltäytyä rahastomerkinnän toteuttamisesta, mikäli ilmenee asiakkaasta tai tämän aiemmasta käyttäytymisestä ilmenevä peruste kieltäytymiseen. Rahastoyhtiön on aina ilmoitettava sijoittajalle kieltäytymisen peruste. Kieltäytymisen perusteena voi olla esimerkiksi asiakkaan tuntemista koskevassa selonotossa ilmennyt rahastomerkinnän estävä peruste, joka liittyy rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä annetussa laissa säädettyyn.³⁰⁰ Rahastoyhtiö voi kieltäytyä merkinnän toteuttamisesta myös, mikäli asiakassuhteelle ei rahastoyhtiön mielestä ole ilmeisesti todellista tarvetta SRL 45.4 §:n mukaisesti.

²⁹⁷ Tällainen ehto sisältyy muun muassa Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy:n merkintälomakkeen rahastomerkinnän tekemistä koskevaan kohtaan. Ks. Liite 2. Vastaava ehto on myös Capman merkintälomakkeessa, ks. Liite 3.

²⁹⁸ HE 202/1998 vp, s. 17–18, 53.

²⁹⁹ Hemmo 2003 I, s. 61.

³⁰⁰ Harju – Syyrilä 2001, s. 341–343 sekä FIVA:n Standardi 2.4, s. 39–42.

Vakioehtojen käyttöä voidaan perustella markkinakäytännöllä ja käytännön sopimussuhteiden järjestämisen helpottamisella. Joukko-oikeustoimissa on voitava edellyttää yhtenäisten ehtojen käyttämistä, mikä voidaan toteuttaa etukäteen laaditun sopimusehtokokoelman keinoin. Vakioehtojen soveltamiseen liittyy tiettyjä sopimusoikeudellisia erityispiirteitä. Esimerkiksi oppi yksilöllisten ehtojen ensisijaisuudesta suhteessa vakioehtoihin tai oppi sitovuuden rajoituksista yllättävien ja ankarien vakioehtojen tapauksessa.³⁰¹ Rahastomerkinnän voidaan katsoa olevan rutiininomainen joukko-oikeustoimi. Siten ajatus sijoitusrahaston sääntöjen asemasta vakioehtoina rahastosopimuksessa on varsin luonnollinen. Myös rahastoyhtiön velvollisuus kohdella rahastosijoittajia yhdenvertaisesti liputtaa vakioehtotulkinnan puolesta. Sen sijaan voidaan perustellusti kyseenalaistaa esimerkiksi yllättäviä ja ankaria vakioehtoja koskevan opin soveltuvuus rahastomerkintäsopimukseen. Ensinnäkin rahaston sääntöjen tulee tarkasti noudattaa SRL:n säännöksiä ja ne on annettu FIVA:lle tiedoksi. Täten voidaan katsoa, että sijoitusrahaston säännöt vakioehtoina ovat käyneet läpi ennakkollisen viranomaiskontrollin. Toiseksi mikäli sijoitusrahaston säännöt kuitenkin sisältäisivät yllättäviä ja ankaria vakioehtoja, jotka jätettäisiin soveltamatta niiden luonteen vuoksi, oltaisiin erittäin kiperän tulkintakysymyksen äärellä. Myös sijoittajien yhdenvertaisuus voisi tällöin vaarantua.

Edellä todetusti vakioehtoina sovellettavien sääntöjen ja rahastoesitteen liityntä rahastosopimukseen on ilmeinen. Näin ollen merkintään sovelletaan yleisinä sopimusehtoina rahastodokumentaatiota. Allekirjoittaessaan merkintälomakkeen sijoittaja siis sitoutuu noudattamaan rahastoon sijoittamisen ehtoja eli käytännössä rahaston sääntöjä ja rahastoesitettä sekä mahdollisia erikseen sovittuja ehtoja.

3.3.3 Merkinnän sitovuutta koskevat määräykset rahastodokumentaatioissa

Jotta voitaisiin tietää, millaisia merkintää koskevia ehtoja erikoissijoitusrahastojen rahastoesitteissä ja säännöissä esitetään, on luotava lyhyt ja oikeusdogmaattisesti suuntautunut katsaus suomalaisten erikoissijoitusrahastojen rahastodokumentaatioon. Suomen Pankin ylläpitämän luettelon mukaan joulukuun lopussa 2017 Suomessa oli yhteensä 129 erikoissijoitusrahastoa. Niistä 113:n

³⁰¹ Wilhelmsson 2008, s. 65–66.

dokumentaatio³⁰² oli julkisesti saatavilla.³⁰³ Tätä aineistoa tarkastelemalla voi saada käsityksen siitä, miten velvoittavaksi rahastoyhtiöt ovat määritelleet rahastomerkintää koskevan tahdonilmaisun. Toiseksi niistä voidaan päätellä, milloin rahastomerkintä tai sitä koskeva ilmoitus on sitova, eli milloin se voi konstituoida rahastosopimuksen osapuolten välille. Tässä osiossa kuvataan rahastomerkintää koskevan sopimuksen sisältöä tutkimalla vakioehdoiksi tulkittavia rahastojen sääntöjä ja rahastoesitteitä oikeusdogmaattisesti.

Lyhyt katsaus erikoissijoitusrahastoja koskeviin rahastoesitteisiin näyttäisi puoltavan tulkintaa, että *rahastomerkintä* tapahtuu vasta, kun yksilöimistiedot on annettu merkintälomakkeella ja merkintäsumma on maksettu rahastoyhtiön osoittamalle tilille. Tämä ei kuitenkaan vastaa kysymykseen, mikä merkitys allekirjoitetulla merkintälomakkeella on, mikäli vain maksu on jäänyt puuttumaan. Riidatonta on, että tällöin rahastomerkintä ei ole vielä tapahtunut, koska rahastoyhtiö ei saa luotottaa sijoittajia edellä todetusti. Olennainen jatkokysymys on, onko sijoittaja velvollinen suorittamaan merkintäsumman. Tähän kysymykseen pyritään löytämään vastaus tutkimalla rahastodokumentaatioita.

Rahastojen säännöissä on huomattavissa vaihtelua sen mukaan, miten sitovaksi rahastomerkintää koskeva tahdonilmaisu on tarkoitettu. Esimerkiksi Erikoissijoitusrahasto Investium Kiinteistövarainhoitoa koskevien sääntöjen 17 §:n kolmannessa kappaleessa on kuvattu rahaston merkintäprosessia seuraavasti:

”Rahasto-osuuksien merkitsijän tulee kirjallisesti, Rahastoesitteessä mainitulla tavalla, ilmoittaa Rahastoyhtiölle aikomuksestaan merkitä rahasto-osuuksia ja merkintään käyttämänsä rahamäärä ennen merkintäpäivää, [sic] Ilmoitus merkinnästä on sitova. Merkintämaksun tulee olla Rahastoesitteessä mainitulla tilillä ennen määräaika, joka on kunkin kalenterineljänneksen viimeisen kuukauden 21. päivä tai mikäli se ei ole pankkipäivä, tätä edeltävänä pankkipäivä. Jos merkintätoimeksianto tai merkintäsumma vastaanotetaan määräajan jälkeen, Rahastoyhtiö toteuttaa merkinnän seuraavana merkintäpäivänä. Lain sallimissa rajoissa Rahastoyhtiö voi toteuttaa merkintätoimeksiannon myös aikaisemmin, mikäli se katsoo, että osuudenomistajien

³⁰² Tärkeimpiä ovat rahastoesite ja säännöt, joita on tässä tutkimuksessa tarkasteltu merkintää koskevien määräysten osalta. Ks. liite 1.

³⁰³ Perustuu kirjoittajan tekemiin havaintoihin ja keräämään aineistoon. Saatavuus vaihtelee, vaikka lähtökohtaisesti kaikki SRL:n mukaiset erikoissijoitusrahastot ovat oletusarvoltaan avoimia rahastoja. Käytännössä näin ei kuitenkaan ole, sillä esimerkiksi yhden sijoittajan ns. single investor fund -rahastojen materiaali ei tarkoituksella ole julkisesti saatavilla. Näidenkin materiaalien pitäisi olla pyynnöstä saatavilla rahastoyhtiöistä. Huomioiden tämän työn tarkoitus näitä materiaaleja ei ole lähdetty yksilöllisesti tiedustelemaan, sillä riittävä aineisto on ollut kerättävissä myös julkisesti saatavilla olevista lähteistä. Ks. liite 1 kerätyn aineiston laajuudesta.

yhdenvertaisuus Rahastossa ei vaarannu.”³⁰⁴

Mielenkiintoisena poikkeuksena massasta erottuvat Helsinki Capital Partners Rahastoyhtiö Oy:n rahastot, joiden säännöissä on selkeästi otettu kantaa merkintäprosessiin. Rahasto-osuuksien merkintää koskevan sääntöjen 7 §:n 1 kappaleessa määrätään seuraavasti:

”Merkintä tapahtuu palauttamalla merkintälomake Yhtiölle vähintään kaksi pankkipäivää ennen aiottua merkintää. Osuudenomistajaa *sitova ilmoitus merkinnästä tapahtuu maksamalla merkintämaksu Rahaston merkintätilille* niin, että merkintämaksu on Rahaston merkintätilillä viimeistään merkintäpäivänä ennen kello 16.00.”³⁰⁵

Tämän esimerkin voidaan katsoa olevan hyvin selkeä ja yksiselitteinen. Tässä tapauksessa sitova tahdonilmaisu annetaan maksamalla merkintäsumma rahaston merkintätilille. Tällöin pelkällä merkintälomakkeella ei voida katsoa olevan sitovaa vaikutusta, joka tässä tapauksessa velvoittaisi maksamaan merkintäsumman. Tässä tapauksessa ehtoa voidaan pitää niin selkeänä, ettei tämän rahaston osalta voida perustellusti katsoa kuuluvan siihen rahastojen joukkoon, jonka kohdalla kysymys merkintälomakkeen sitovuudesta aktualisoituu tutkimuksessa tarkoitettulla tavalla. Kyse on pitkälti siitä, minkä sisältöisenä sopimusta sijoittamisesta tulkitaan. Tällöin rahastoesitteen ja rahaston sääntöjen määräyksillä on hyvin merkittävä asema yleisinä sopimusehtoina sijoittajan rahastoyhtiön välistä suhdetta normittavana oikeuslähteenä.

Vastaavasti myös eQ Rahastoyhtiön erikoissijoitusrahastojen osalta edellytetään tietojen antamista ja maksua, jotta toimeksianto voidaan katsoa tehdyksi:

”Merkinnän vahvistamisen edellytyksenä on, että merkintämaksu on vastaanotettu Rahastoyhtiön hyväksymällä tavalla Rahaston lukuun ja että Rahastoyhtiöllä on asianmukaiset ja riittävät tiedot merkinnän suorittajasta ja tämän henkilöllisyydestä.”³⁰⁶

Tällöin voidaan pitää selvänä, että merkintälomakkeella ei voida katsoa olevan sitovaa vaikutusta, vaan maksu on merkintää koskevan sitoumuksen vahvistamisen edellytys.

Elite Rahastohallinto Oy:n hallinnoiman Erikoissijoitusrahasto Elite Vuokratuoton sääntöjen 8 §:ssä määrätään rahaston merkinnöistä. Huomion arvoista on, että merkintätoimeksianto ja maksu on katsottu erillisiksi tapahtumiksi:

³⁰⁴ Erikoissijoitusrahasto Investium Kiinteistövarainhoito säännöt, 17 § 3 kappale.

³⁰⁵ Erikoissijoitusrahasto HCP Black säännöt, s. 5. Kursivointi kirjoittajan.

³⁰⁶ eQ Rahastojen ja erikoissijoitusrahastojen yhteiset säännöt 7 §:n 1 ja 2 kappaleet.

”Merkitsijän tulee merkinnän yhteydessä ilmoittaa, minkä rahasto-osuussarjan osuuksia hän merkitsee. Rahasto-osuuksia merkitään antamalla Rahastoyhtiölle merkintätoimeksianto. Merkintätoimeksianto on osuudenomistajaa sitova [sic]. Merkintätoimeksianto osoitetaan Rahastoyhtiölle tai Rahastoyhtiön asiamiehelle postitse tai sähköpostitse. Rahaston toimeksiantolomaketta käyttäen tai muulla Rahastoyhtiön hallituksen päättämällä tavalla. Rahaston voimassaolevassa rahastoesitteessä on annettu tarvittavat tiedot siitä, miten rahaston osuuksia voidaan merkitä.”³⁰⁷

Erikoissijoitusrahasto Elite Vuokratuottoa koskevassa rahastoesitteessä määrätään lisäksi merkinnän osalta, että merkintöjä otetaan vastaan kvartaaleittain tai rahastoyhtiön hallituksen muuna päättämänä merkintäpäivänä. Rahasto-osuuksien merkintä tapahtuu ”toimittamalla kirjallinen merkintätoimeksianto merkintäpaikkaan ja maksamalla merkintämaksu [R]ahaston merkintätilille”.³⁰⁸ Tämän rahaston kohdalla voidaan havaita, että ilmoitus merkinnästä voidaan katsoa sitovaksi sääntöjen perusteella. Esitteessä on lähinnä täsmennetty, että merkintätoimeksiannon toteuttamisen edellytyksenä on lisäksi merkintäsumman suorittaminen. Tämän rahaston kohdalla voitaisiin nähdä, että allekirjoitettu merkintälomake voisi konstituoida sitovan rahastosopimuksen, jossa toimeksiannon toteutus jää riippumaan sijoittajan suorituksesta. Tämänkin rahaston kohdalla on kyse pienemmän likviditeetin rahastosta, jolloin merkintöjen sitovuus korostuu.

Myös UB Rahastoyhtiön rahastoesitteissä³⁰⁹ on lausuttu eksplisiittisesti sitovuudesta:

”Merkitsijän tulee merkinnän yhteydessä ilmoittaa, minkä osuussarjan osuuksia hän merkitsee. Merkintätoimeksianto on vastaanotettu Rahastoyhtiössä, kun Rahastoyhtiölle on toimitettu asianmukaiset ja riittävät tiedot merkinnän suorittajasta ja tämän henkilöllisyydestä sekä merkinnän määrästä. *Merkintätoimeksianto on osuudenomistajaa sitova.*³¹⁰ Merkintätoimeksianto maksetaan merkinnän yhteydessä tai Rahastoyhtiön luvalla viimeistään ennen merkinnän vahvistamista.”³¹¹

UB:n rahastoesitteistä voidaan siis päätellä, että kahdessa ammattimaisille sijoittajille suunnatussa erikoissijoitusrahastossa merkinnän sitovuutta on korostettu erillisellä ehdolla, joka koskee merkinnän sitovuutta. Tähän voi olla syynä se, että kyse on erikoissijoitusrahastoista, jotka sijoittavat kiinteistöihin ja tontteihin – siis varsin epälikvideihin kohteisiin. Näin ollen niiden kohdalla korostuu

³⁰⁷ Erikoissijoitusrahasto Elite Vuokratuoton säännöt 8 §.

³⁰⁸ Erikoissijoitusrahasto Elite Vuokratuoton rahastoesite, s. 2–3.

³⁰⁹ Erikoissijoitusrahasto UB Pohjoismaat Liikekiinteistöt -rahastoesite, s. 3 ja Erikoissijoitusrahasto UB Metsä -rahastoesite, s. 3. UB:n yleiseen rahastoesitteeseen vastaavaa määräystä ei sisälly.

³¹⁰ Kursivointi kirjoittajan.

³¹¹ Erikoissijoitusrahasto UB Pohjoismaat Liikekiinteistöt -rahastoesite, s. 3 ja Erikoissijoitusrahasto UB Metsä -rahastoesite, s. 3. UB:n yleiseen rahastoesitteeseen vastaavaa määräystä ei sisälly.

erityisesti likviditeetin tarve, ja salkunhoitajalla on tarve tietää etukäteen mahdollisimman tarkasti merkinnöistä ja lunastuksista ennen merkintäpäivää, jotta se voi varautua niihin. Kyseisessä esimerkissä on annettu valmis ehto, joka osoittaa eksplisiittisesti tässä tapauksessa merkintätoimeksiannon, siis sitä koskevan rahastosopimuksen, syntyvän, kun rahastoyhtiölle on toimitettu asianmukaiset ja riittävät tiedot merkinnän suorittajasta sekä merkinnän määrästä. Tässä yhteydessä toimeksiannon tekeminen – sopimuksena – ei edellytä maksua. Kun edellä mainitut ehdot täyttyvät, rahastosopimuksen voidaan katsoa syntyneen. Ehdoissa vielä lisätään tämän *merkintätoimeksiannon* olevan [tulevaa] osuudenomistajaa sitova. Maksuehtokin on mainittu selkeästi ja yksiselitteisesti. Näin ollen voidaan havaita tämän löydöksen vahvistavan tutkimuksen hypoteesin: sitova rahastomerkintätoimeksianto koskeva sopimus voi syntyä merkintälomakkeen allekirjoituksella ilman maksua. Tällöin voidaan pitää selvänä sopimuksen velvoittavan suorittamaan maksun.

Tiivistetysti voidaan todeta, että mainittujen rahastojen dokumentaation mukaan ilmoitusta merkinnästä pidetään pääsääntöisesti sitovana. Tämä on vahva indikaatio siitä, että täyttämällä rahastomerkintää tarkoittavan merkintälomakkeen sijoittaja on antanut sitovan tahdonilmaisun, jonka voidaan nähdä konstituivan rahastosopimuksen osapuolten välille. Joissakin tapauksissa on kuitenkin selvää, että merkintätoimeksianto voidaan tulkita vastaanotetuksi vasta, kun sekä merkintälomake että merkintäsumma on vastaanotettu. Selvää on, ettei toimeksiantoa voida milloinkaan toteuttaa ilman maksua. Sitovan tahdonilmaisun tapauksissa merkintäprosessi voi jäädä avoimeksi, jos merkintäsummaa ei makseta. Tällöin allekirjoitettu merkintälomake jää odottamaan rahastoyhtiölle avoimena toimeksiantona.

4. Johtopäätökset

Kun sijoittaja on allekirjoittanut merkintälomakkeen, hänen voidaan katsoa antaneen sitovan tahdonilmaisun, jonka sisältönä on toteuttaa ilmoituksen mukainen sijoitus tiettyyn erikoissijoitusrahastoon. Tällöin voidaan katsoa tapauskohtaisesti olevan mahdollista, että osapuolten välille on syntynyt rahastosopimus. Sijoituksen ehdot määräytyvät pääsääntöisesti rahaston sääntöjen ja rahastoesitteen sekä mahdollisten muiden erikseen sovittujen, kuten rahastosopimuksen, ehtojen mukaisesti. Rahaston sääntöjä ja rahastoesitteen määräyksiä sovelletaan yleisinä sopimusehtoina osana rahastosopimusta. Nämä ehdot määrittävät keskeisesti sijoittajan ja rahastoyhtiön välistä oikeussuhdetta.

Tässä tutkimuksessa on tietoisesti sivuutettu rahastoyhtiön lakisääteinen velvoite arvioida mahdollisuuttaan ottaa toimeksianto toteutettavaksi AML/KYC-prosessien näkökulmasta. Toimeksianto on oletettu tässä yhteydessä tehdyn niin sanotusti puhtaalla rahalla ja nuhteettoman sijoittajan toimesta.

Tämän tutkimuksen kontekstissa sijoittajan allekirjoittama merkintälomake (rahastosopimus) ilmaisee tämän tahdon sijoittaa yksilöimänsä rahamäärä yksilöimäänsä erikoissijoitusrahastoon. Vastaavasti rahastoyhtiölle syntyy velvollisuus sijoittaa varat rahaston sääntöjen mukaan. Mikäli esimerkiksi kyseisen erikoissijoitusrahaston likviditeetti on harvempi kuin tavallisille sijoitusrahastoille tyypillinen³¹², merkitsee annettu merkintäsitoumus rahastoyhtiön kannalta sitä, että sen tulee alkaa valmistautua siihen, että kyseisille merkinnän myötä saataville varoille löydetään sijoituskohde. Tietyn suhteellisen osan rahaston nettovarallisuudesta ylittävien käteisvarojen säilyttäminen rahaston tilillä on lähtökohtaisesti rahaston sääntöjen vastaista. Vastaavasti myös rahastoyhtiön saamat lunastusilmoitukset synnyttävät rahastoyhtiölle velvollisuuden varmistaa likvidien rahavarojen saatavuus myymällä sijoituskohteita, jotta kyseiset lunastukset voidaan maksaa merkintä- ja lunastuspäivänä tapahtuvien muutosten myötä rahaston sääntöjen mukaisessa ajassa lunastaville sijoittajille. Tässä kontekstissa voidaan asettua rahastoyhtiön näkökulmaan ja havaita, että allekirjoitetulla merkintälomakkeella on rahastoyhtiölle ja sen hallinnoimalle sijoitusrahastolle merkittävää taloudellista arvoa. Vaikka merkintäsitoumuksia ei lähettäisi perimäänkään, on

³¹² Tavallisen sijoitusrahaston likviditeetti on päivittäinen. Erikoissijoitusrahasto voi olla auki sijoituksille vain kerran kuukaudessa tai kvartaalissa.

rahastoyhtiön jatkuvasti tehtävä aktiivisesti työtä rahaston hallinnon ja kirjanpidon puolella ja otettava huomioon myös mahdolliset avoimet toimeksiannot.

Tyypitapauksessa rahastoyhtiö on saattanut ulkoistaa salkunhoidon AIFML 10 luvun mukaisesti toiselle toimiluvalliselle vaihtoehtorahastojen hoitajalle tai sijoituspalveluyritykselle.³¹³ Varsinkin taloudellisesti määrältään hyvin merkittävän merkinnän tapauksessa rahastoyhtiöllä on intressi hyvissä ajoin jo ennen merkintäpäivää olla yhteydessä salkunhoitajaan, jotta se voi alkaa valmistautua merkintäsumman sijoittamiseen lähinnä sijoituskohteita kartoittamalla. Ainoa mahdollinen tapaus ei suinkaan ole uusien sijoitusten tekeminen. Salkunhoitamiseksi katsotaan vakiintuneesti rahaston sijoitusinstrumentteihin liittyvien sijoitus- ja irtautumispäätöksien tekeminen.³¹⁴ Käytännössä salkunhoitaja varautuu rahastoyhtiön pyynnöstä merkintä- ja lunastuspäivään hyvissä ajoin etukäteen, sillä salkunhoitajan täytyy tarvittaessa myydä rahaston omistamia sijoituksia, jotta voidaan vapauttaa likvidejä rahavaroja lunastusten maksamista varten. Sitova lupaus tulevasta merkinnästä merkitsee käytännössä sitä, että rahastoyhtiö voi saada likvidejä varoja lunastusten maksamiseen merkintäsumman tultua maksetuksi rahaston tilille. Rahaston sääntöjen salliessa rahastoyhtiöllä voi olla myös mahdollisuus ottaa tilapäisesti velkaa tiettyyn rahaston nettovaroihin suhteutettuun rajaan asti ja saada esimerkiksi siten likvidejä varoja lunastusten maksamista varten. Tällöin voidaan välttää ylimääräisiä kaupankäyntikuluja, kun rahaston ei tarvitse ensin irtautua sijoituksista lunastusten toteuttamiseksi ja sitten tehdä uusia sijoituksia merkinnän myötä saatujen varojen sijoittamiseksi. Transaktiokustannusten minimoiminen on kaikkien rahastoon liittyvien osapuolten intressien mukaista: salkunhoitaja ei tyypillisesti saa tekemistään kaupoista erillistä korvausta, vaan välittömät kaupankäyntikulut ainoastaan laskutetaan rahastosta. Tarpeettomat salkunhoitotoimenpiteet siis rasittavat rahastoa vain turhilla kuluilla ja vähentävät sen tuottoa.

Tiivistelmänä voidaan todeta, että salkunhoitajan rahastoyhtiöltä saama tieto tulevasta merkinnästä vaikuttaa siis salkunhoitajan päätöksiin ja siten rahastolle aiheutuviin kuluihin. Tämä havainto soveltuu parhaiten sellaisiin rahastoihin, jotka sijoittavat epälikvideihin instrumentteihin, kuten kiinteistöihin tai pitkäaikaisiin lainasopimuksiin, joiden ennenaikainen rahaksi muuttaminen voi olla

³¹³ AIFML 10:2.3:n mukaan toimiluvallista vaihtoehtorahastojen hoitajan toimintaa voidaan ulkoistaa sille, jolla on tähän tarvittava toimilupa tai oikeus. Vaihtoehtorahaston hoitamisella tarkoitetaan AIFML 2:3.1:n mukaan salkunhoidon ja riskienhallinnan, joista jompikumpi voidaan ulkoistaa AIFML 10 luvussa säädettyjä hyvin tarkkoja edellytyksiä noudattaen. Ulkoistamiseen liittyvät kysymykset eivät kuulu tämän tutkimuksen piiriin, mutta perusteet on kuitenkin syytä tuntea.

³¹⁴ DL 3/2014, s. 370.

aikaa vievää ja aiheuttaa myös huomattavia kustannuksia tai tappioita. Useimmat likvideihin instrumentteihin sijoittavat rahastot eivät ole tämän tutkimuksen aiheen kannalta keskiössä, eikä allekirjoitetulla merkintälomakkeella ole samanlaista merkitystä niiden kohdalla. Tietyissä tilanteissa merkintää koskevalla sitoumuksella voidaan nähdä olevan hyvin merkittäviä ja kauaskantoisia vaikutuksia. Voidaan siis todeta, että allekirjoitettu merkintälomake näyttäisi olevan mitä suurimmassa määrin indisio osapuolten välille syntyneestä sopimussuhteesta. Sopimuksen sisältämän velvoitteen voimaan tulo on kuitenkin riippuvainen siitä, millaisista sopimuksen voimaantuloa koskevista ehdoista on sovittu.

Rahastosopimukseen tulkintaan vaikuttavia näkökulmia tutkittaessa on huomioitava myös rahastoja koskevan sääntelyn konteksti. Sijoitusrahastolainsäädännön keskeisiin periaatteisiin voidaan lukea rahasto-osuudenomistajien *yhdenvertaisen kohtelun periaate*, joka velvoittaa rahastoyhtiötä kohtelemaan kaikkia rahasto-osuudenomistajia yhdenvertaisesti. Rahasto-osuudenomistajilla tarkoitetaan siis olemassa olevien osuudenomistajien lisäksi sellaiseksi pyrkiviä henkilöitä. Edellä käsitellyssä Helsingin hovioikeuden ratkaisussa hovioikeus on linjannut, että yhdenvertaisuusperiaate edellyttää rahastoyhtiön noudattavan kaikessa toiminnassaan johdonmukaisia ja asiakkaiden yhdenvertaisuutta kunnioittavia lähtökohtia.³¹⁵

Tämän tutkimuksen tutkimustulosten valossa rahastoyhtiön velvoitteiden voidaan nähdä ulottuvan myös avoimeksi jääneiden rahastomerkintöjen loppuun saattamiseen. Rahastoyhtiön ensisijaisena tehtävänä on hallinnoimansa rahastojen etujen valvominen. Edun valvonnan sisältönä voidaan katsoa olevan kaikkien rahaston hallinnollisten rutiinien hoitaminen. Näihin voitaneen lukea myös velvollisuus toteuttaa kaikki tarjolla olevat rahastoa koskevat toimeksiannot yhdenvertaisesti sääntöjen mukaan. Osuudenomistajien edun mukaista on saada rahastoon mahdollisimman paljon sijoituksia, joilla voidaan kattaa rahastosta tehtäviä lunastuksia ja parhaimmassa tapauksessa välttyä rahaston omistamien sijoitusinstrumenttien myymiseltä. Siten voidaan perustella myös tulkintaa, jonka mukaan rahastoyhtiön tulisi valvoa myös avoimien toimeksiantojen saattamista loppuun. Myös rahastoon sijoittamista koskevien avointen toimeksiantojen täyttämisessä on otettava huomioon yhdenvertaisuusperiaate. Kaikkia samassa asemassa olevia sijoittajia on kohdeltava samassa tavalla. Eriävä kohtelu voidaan sallia hyväksyttävillä perusteilla.

³¹⁵ HelHo 16.1.2017, tuomio nro 36.

Kuten normiteorian yhteydessä havaittiin, jos rahastomerkintää koskevan sopimuksen tulkitaan astuvan voimaan normiteorian mukaisessa menettelyssä, voidaan sopimuksen voimaantulolle asettaa myös ehtoja. Voimaanasettamisnormin voimaantuloon voidaan liittää sivumääräyksiä, jotka merkitsevät käytännössä voimaanasettamisnormiin liitettyjä erityisiä ehtoja tai aikamääräyksiä. Nämä voivat luonnollisesti siirtää sopimuksen voimaantuloa.³¹⁶ Jos siis rahastomerkintää koskevan sopimuksen edellytykseksi katsottaisiin yksilöimistietojen antaminen merkintälomakkeella ja sivumääräyksenä olisi lisäksi merkintäsumman maksaminen rahaston tilille, tällöin pelkkä merkintälomakkeen allekirjoittaminen ei synnyttäisi sitovaa sopimusta rahastoon sijoittamisesta. Mikäli sopimuksen sisällöksi katsottaisiin sitovan toimeksiannon antaminen ja merkintäsumman maksaminen, tällöin sopimuksen voitaisiin katsoa syntyvän merkintälomakkeen allekirjoituksella. Oikeustilan otaksutaan olevan se, ettei allekirjoitettuja mutta maksamatta olevia rahastomerkintöjä juurikaan peritä. Aiheen lähempi tutkiminen antaisi aihetta uudelle tutkimukselle.

Teoreettisia pohdintoja jatkettaessa allekirjoitettu merkintälomake voitaisiin tulkita ehdolliseksi voimaanasettamisnormiksi. Tällöin merkitystä olisi sillä, että sijoittaja on antanut tarjouksen rahastoyhtiölle merkitäkseen rahasto-osuuksia. Tarjous on kuitenkin ehtojen mukaan riippuvainen maksusta ja rahastoyhtiön hyväksynnästä. Tällöin voidaan katsoa olevan merkityksellistä se, että tätenkin annettu tarjous sitoo antajaansa tahtoteorian mukaan. Luottamusteorian näkökulmasta rahastoyhtiö voisi luottaa sijoittajan antamaan tahdonilmaisuun eli allekirjoitettuun merkintälomakkeeseen, jos se selkeästi ilmentäisi antajansa tahdonilmaisun. Näin ollen voidaan päätyä eri normatiivisista tulkintalähtökohdista siihen johtopäätökseen, että allekirjoitettu merkintälomake indikoi vahvasti sopimuksen syntymistä ja joissakin tapauksissa voidaan pitää hyvinkin selvänä, että merkintä sitoo myös ilman maksua.

Epäselvyyksien ja epävarmuuden välttämiseksi rahastoyhtiöiden suositeltaisiin käyvän läpi omat merkintäkäytäntönsä ja -prosessinsa. Suositeltavaa olisi tarkistaa, onko merkintää koskeva ilmoitus tarkoitettu sitovaksi myös ilman maksua vai onko sitovan merkintäilmoituksen edellytyksenä maksun suorittaminen. Kaikissa tapauksissa maksun välitön suorittaminen ei välttämättä ole tarkoituksen mukaista ja siksi myös sopimus maksun myöhemmästä suorittamisesta voi olla tarkoituksen mukainen tilannekohtaisesti arvioiden. Tärkeintä olisi, että rahastodokumentaatiota lukemalla sijoittaja saisi selkeän käsityksen siitä, mikä merkitys allekirjoitettavalla merkintälomakkeella on.

³¹⁶ Kolehmainen 2005, s. 133.

Toinen tutkimustulosten perusteella annettava suositus olisi sitoa merkintäilmoituksen sitovuus maksuun tietyn määräajan kuluessa uhalla, että ilmoitus raukeaa, ellei merkintäsummaa suoriteta annetussa määräajassa. Mikäli ehdoista haluttaisiin poiketa, voisi nimenomaisesti tapauskohtaisesti tehtävä erillinen rahastosopimus olla myös mahdollinen ja käyttökelpoinen instrumentti. Tällaista instrumenttia käytettäessä on kuitenkin otettava huomioon asianmukaisesti sijoittajien yhdenvertainen kohtelu.

Vireillä oleva sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistus merkitsee onnistuessaan sääntelyn selkeytymistä ja rahastoyhtiöiden hallinnollisen taakan vähentymistä. Samalla se avaa uusia liiketoimintamahdollisuuksia alan toimijoille ja lisää tulkintatyötä myös alaan erikoistuneille juristeille. Sijoittajille uudistus tulee onnistuessaan näkymään rahastosijoittamisen kustannustehokkuuden lisääntymisenä. Tämän tutkimusaiheen kannalta uudistus ei merkinne merkittäviä muutoksia, ja siksi tutkimustulosten otaksutaan olevan relevantteja myös uudistuksen jälkeen. Samanaikaisesti toivottavaa on, että myös oikeustieteessä herätään luomaan uutta aiheeseen liittyvää tutkimusta ja kirjallisuutta, joka helpottaisi tulevia aihetta tutkivia opiskelijoita, juristeja ja tutkijoita.

Tässä tutkimuksessa on varsinaisten tutkimuskysymysten ohella, tavallaan huomaamatta tullut kartoitettua tämänhetkisen sijoitusrahastolainsäädännön ja sitä tutkivan oikeuskirjallisuuden tilaa tutkimusaihetta koskevilta osin. Vähäinen löydetty ammattimaisia rahastosijoituksia koskeva oikeuskäytäntö on myös käyty läpi siltä osin kuin sen on katsottu palvelle tutkimuskysymystä. Todennäköistä on, että aiheeseen liittyviä riita-asioita käsitellään myös välimiesoikeudessa, mutta siitä on hyvin vaikea saada varmuutta.

Aikaisemmassa oikeuskirjallisuudessa ei ole pohdittu mahdollisuutta tulkita maksamatta jätetty merkintäsumma rahastosopimuksen kontekstissa sopimusrikkomukseksi. Oivallinen jatkotutkimuskysymys voisikin olla, voisiko tällöin rahastoyhtiölle avautua mahdollisuus käyttää sopimusvelkojan oikeuskeinoja tilanteen korjaamiseksi.

Rahastosijoittaminen on oikeudellisena ilmiönä hyvin moniulotteinen ja siksi yhä uudet näkökulmat, olivatpa ne arvopaperimarkkinaoikeudellisia, sopimusoikeudellisia tai vaikkapa insolvenssioikeudellisia, tarjoavat mielenkiintoisia aiheita sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen tutkimiseen.

Liite 1: Sijoitusrahastolista 31.12.2017

Erikoissijoitusrahastot (Non-UCITS)	Y-tunnus	Rahasto- esite	Säännöt	Rahasto- tyyppi	Hallinnointiyhtiö
Specialplacersfonden Aktia SLS	2698010-7	Saatavilla	Saatavilla	osake	Aktia Fondbolag Ab
Erikoissijoitusrahasto Aktia Bond Allocation	2099269-2	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	Aktia Fondbolag Ab
Erikoissijoitusrahasto POP Korkosalkku	2140470-9	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	Aktia Fondbolag Ab
Erikoissijoitusrahasto Aktia Global High Yield Bond+	2584283-7	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	Aktia Fondbolag Ab
Erikoissijoitusrahasto Aktia Commodity	2735277-8	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	Aktia Fondbolag Ab
Erikoissijoitusrahasto Aktia Trade Finance	2807470-6	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	Aktia Fondbolag Ab
Alexandria Kiinteistö Erikoissijoitusrahasto	2842165-9	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	Alexandria Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto CapMan Nordic Property Income Fund	2843636-7	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	CapMan Real Estate Oy
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Elikisir	2057631-4	Saatavilla	Saatavilla	hedge	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Europe Enhanced Index	2266955-7	Saatavilla	Saatavilla	osake	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest North America Enhanced Index	2266948-5	Saatavilla	Saatavilla	osake	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Trans-Balkan	2130589-0	Saatavilla	Saatavilla	osake	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Suomen Parhaat	2606018-3	Saatavilla	Saatavilla	osake	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Emerging Markets Debt	2266945-0	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest High Yield	2266997-9	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy
Elite Optimi Erikoissijoitusrahasto	2752454-1	Saatavilla	Saatavilla	hedge	Elite Rahastohallinto Oy
Erikoissijoitusrahasto Elite Vuokratuotto	2772021-9	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	Elite Rahastohallinto Oy
CapMan Collection Erikoissijoitusrahasto	2659572-7	Saatavilla	Saatavilla	osake	Elite Rahastohallinto Oy
Elite Suomi Faktorit Erikoissijoitusrahasto	2802374-9	Saatavilla	Saatavilla	osake	Elite Rahastohallinto Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Hoivakiinteistöt	2473582-9	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Liikekiinteistöt	2657439-5	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Metsä	2767079-2	Ei	Ei	kiinteistö	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Kehittyvät Markkinat Indeksi	2234429-3	Saatavilla	Saatavilla	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Eurooppa Indeksi	2234419-7	Saatavilla	Saatavilla	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Frontier Osake	2449723-4	Saatavilla	Saatavilla	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Japani Indeksi	2234433-0	Saatavilla	Saatavilla	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ USA Indeksi	2234432-2	Saatavilla	Saatavilla	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ PE TSR 2016	2759153-3	Ei	Ei	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ PE VIII North Feeder	2759156-8	Ei	Ei	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ PE SLS	2767078-4	Ei	Ei	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ PE SJS	2799054-2	Ei	Ei	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Private Credit	2825088-8	Ei	Ei	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Kehittyvät Markkinat Pieniyhtiö	2826357-4	Saatavilla	Saatavilla	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Eurooppa Aktiivi	2871207-7	Ei	Ei	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Kehittyvät Markkinat Yrityslaina Paikallisvaluutta	2468077-6	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Euro Investment Grade Indeksi	2234416-2	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto eQ Mandaatti	2737920-9	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	eQ Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Presto	2172790-3	Saatavilla	Saatavilla	hedge	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Freedom	2356124-9	Saatavilla	Saatavilla	hedge	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Dynamic	2613526-1	Saatavilla	Saatavilla	hedge	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Alpha Trend 3x	2794790-7	Saatavilla	Saatavilla	hedge	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Alpha Trend	2793886-7	Saatavilla	Saatavilla	hedge	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy
Specialplacersfond Estlander & Partners Portfolio Enhancing Fund AI	2847412-8	Ei	Ei	hedge	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy
Specialplacersfond Estlander & Partners Portfolio Enhancing Fund AII	2847415-2	Ei	Ei	hedge	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Investium Kiinteistövarainhoito	2844139-3	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Resources	2855284-3	Saatavilla	Saatavilla	muu	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy
Accunia Alpha Credit Fund -erikoissijoitusrahasto	2828961-9	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Investium Osakevarainhoito	2844138-5	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Evli Factor Premia	2857840-2	Saatavilla	Saatavilla	hedge	Evli-Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Evli Q7	2781042-5	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	Evli-Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Fennica Toimitilat I	2585296-3	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	Fennia Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto Fennica Tontit	2838474-7	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	Fennia Varainhoito Oy
FIM Orient Alpha Erikoissijoitusrahasto	2487684-0	Saatavilla	Saatavilla	hedge	FIM Varainhoito Oy
FIM Asuntotuotto Erikoissijoitusrahasto	2611098-8	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	FIM Varainhoito Oy
FIM Metsä Erikoissijoitusrahasto	2779616-8	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	FIM Varainhoito Oy
FIM Top Yield Erikoissijoitusrahasto	2489954-0	Saatavilla	Saatavilla	osake	FIM Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola Aasia-Tyynimeri	2133719-8	Saatavilla	Saatavilla	osake	FIM Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola Japani	2035123-8	Saatavilla	Saatavilla	osake	FIM Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola Osake 100	2424385-9	Saatavilla	Saatavilla	osake	FIM Varainhoito Oy
FIM Euro High Yield Erikoissijoitusrahasto	2092041-0	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	FIM Varainhoito Oy
FIM Korko Optimaattori Erikoissijoitusrahasto	2092037-3	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	FIM Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola High Yield	1796329-2	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	FIM Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola Korko 100	2424387-5	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	FIM Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola Suoja	2264369-9	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	FIM Varainhoito Oy
Finlandia Fokus Erikoissijoitusrahasto	2590626-3	Saatavilla	Saatavilla	hedge	Finlandia Rahastoyhtiö Oy
Finlandia Korkotuotto Erikoissijoitusrahasto	2590592-2	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	Finlandia Rahastoyhtiö Oy

Front Signal Erikoissijoitusrahasto	2761611-2	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	Front Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto Gramont Equity Opportunities	2613815-5	Ei	Ei	hedge	Gramont Capital Oy
Erikoissijoitusrahasto HCP Black	2497910-2	Saatavilla	Saatavilla	hedge	Helsinki Capital Partners Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto HCP Focus	2497945-2	Saatavilla	Saatavilla	osake	Helsinki Capital Partners Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto HCP Quant	2612438-6	Saatavilla	Saatavilla	osake	Helsinki Capital Partners Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola Sijoituskiinteistöt	2824178-9	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	LähiTapiola Kiinteistö pääomarahastot Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola AIF Eurooppa	2829153-2	Ei	Ei	osake	LähiTapiola Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola AIF USA	2829151-6	Ei	Ei	osake	LähiTapiola Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola AIF High Yield	2829155-9	Ei	Ei	pitkä korko	LähiTapiola Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola AIF Pitkäkorko	2829157-5	Ei	Ei	pitkä korko	LähiTapiola Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto LähiTapiola AIF Yrityslaina	2829762-7	Ei	Ei	pitkä korko	LähiTapiola Varainhoito Oy
Erikoissijoitusrahasto Nordea Osakesalkku	1974002-5	Saatavilla	Saatavilla	osake	Nordea Funds Oy
Erikoissijoitusrahasto Nordea Private Banking Focus Nordic	2382184-8	Saatavilla	Saatavilla	osake	Nordea Funds Oy
Erikoissijoitusrahasto Nordea Private Banking Norsk Aksje Portefølje	2488133-2	Saatavilla	Saatavilla	osake	Nordea Funds Oy
Erikoissijoitusrahasto Nordea Swedish Ideas Equity Fund	2608313-1	Saatavilla	Saatavilla	osake	Nordea Funds Oy
Erikoissijoitusrahasto Nordea Navigo	2633090-5	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	Nordea Funds Oy
OP-Raaka-aine -erikoissijoitusrahasto	1901641-6	Saatavilla	Saatavilla	hedge	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Metsänomistaja -erikoissijoitusrahasto	2638805-4	Saatavilla	Saatavilla	hedge	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Vuokratuotto -erikoissijoitusrahasto	2534625-1	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Intia -erikoissijoitusrahasto	1887211-4	Saatavilla	Saatavilla	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Kehittyvä Aasia -erikoissijoitusrahasto	2118164-8	Saatavilla	Saatavilla	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Afrikka -erikoissijoitusrahasto	2451005-6	Saatavilla	Saatavilla	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Pohjoismaat Plus -erikoissijoitusrahasto	2591714-9	Saatavilla	Saatavilla	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Eurooppa Plus -erikoissijoitusrahasto	2632886-4	Saatavilla	Saatavilla	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Private Strategia 75-erikoissijoitusrahasto	2660755-6	Saatavilla	Saatavilla	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Private Osakestrategia-erikoissijoitusrahasto	2658839-1	Saatavilla	Saatavilla	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-EMD Local Currency -erikoissijoitusrahasto	2307058-9	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Private Korkostrategia-erikoissijoitusrahasto	2658783-1	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Private Strategia 25-erikoissijoitusrahasto	2658843-9	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Private Strategia 50-erikoissijoitusrahasto	2658779-4	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Private Tavoitetuotto -erikoissijoitusrahasto	2715514-1	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	OP-Rahastoyhtiö Oy
OP-Private Tavoitetuotto Plus -erikoissijoitusrahasto	2715567-8	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	OP-Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Elite	1905578-1	Saatavilla	Saatavilla	osake	PYN Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto SEB European Index	1879955-7	Saatavilla	Saatavilla	osake	SEB Fondbolag Finland Ab
Erikoissijoitusrahasto SEB North America Index	1880015-3	Saatavilla	Saatavilla	osake	SEB Fondbolag Finland Ab
Erikoissijoitusrahasto SEB SLS	2857531-6	Ei	Ei	yhdistelmä	SEB Fondbolag Finland Ab
Säästöpankki Venäjä -erikoissijoitusrahasto	2281499-6	Saatavilla	Saatavilla	osake	SP-Rahastoyhtiö Oy
Säästöpankki Kehittyvät Markkinat -erikoissijoitusrahasto	2301958-0	Saatavilla	Saatavilla	osake	SP-Rahastoyhtiö Oy
Säästöpankki Aasia -erikoissijoitusrahasto	2622920-9	Saatavilla	Saatavilla	osake	SP-Rahastoyhtiö Oy
Säästöpankki Osakepainoinen erikoissijoitusrahasto	2827372-1	Saatavilla	Saatavilla	osake	Sp-Rahastoyhtiö Oy
Säästöpankki Tuottohakuinen erikoissijoitusrahasto	2827370-5	Saatavilla	Saatavilla	osake	Sp-Rahastoyhtiö Oy
Säästöpankki Kehittyvät Korkomarkkinat -erikoissijoitusrahasto	2647476-5	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	SP-Rahastoyhtiö Oy
Säästöpankki Korkopainoinen erikoissijoitusrahasto	2827440-9	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	Sp-Rahastoyhtiö Oy
Säästöpankki Tasapainoinen erikoissijoitusrahasto	2827462-8	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	Sp-Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka Osake	2579836-2	Saatavilla	Saatavilla	osake	Taaleri Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Rein Osake	2714129-2	Saatavilla	Saatavilla	osake	Taaleri Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Taaleritehdas Parkki	2449991-8	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	Taaleri Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Taaleritehdas Aktiivi	2631358-2	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	Taaleri Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Taaleri Maltillinen Omistaja	2728431-4	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	Taaleri Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Taaleri Rohkea Omistaja	2728432-2	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	Taaleri Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Taaleri Varovainen Omistaja	2728436-5	Saatavilla	Saatavilla	yhdistelmä	Taaleri Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Titanium Hoivakiinteistö	2543730-5	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	Titanium Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Titanium Asunto	2757283-4	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	Titanium Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto Trevian High-Yield Property	2841723-8	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	Trevian Rahastot AIFM Oy
Erikoissijoitusrahasto UB View	2138326-6	Saatavilla	Saatavilla	hedge	UB Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto UB Metsä	2712948-8	Saatavilla	Saatavilla	hedge	UB Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto UB Real REIT	2483467-5	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	UB Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto UB Nordic Property	2738081-6	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	UB Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto UB Reaaliomaisuus	2812556-9	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	UB Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto UB Smart	2081603-1	Saatavilla	Saatavilla	osake	UB Rahastoyhtiö Oy
Erikoissijoitusrahasto UB Korko Plus	2663867-8	Saatavilla	Saatavilla	pitkä korko	UB Rahastoyhtiö Oy
Ålandsbanken Asuntorahasto Erikoissijoitusrahasto	2517120-1	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	Ålandsbanken Fondbolag Ab
Ålandsbanken Tonttirahasto Erikoissijoitusrahasto	2735964-6	Saatavilla	Saatavilla	kiinteistö	Ålandsbanken Fondbolag Ab

Liite 2: Merkintälomake Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy

ESTLANDER & PARTNERS RAHASTOYHTIÖ OY

MERKINTÄLOMAKE



ESTLANDER
& PARTNERS

Henkilötunnus / Y-tunnus	Sukunimi, etunimi / yhteisön nimi		Asiakasnumero
Oikeushenkilön / vajaanvaltaisen henkilön puolesta toimivan henkilön nimi ja henkilötunnus			Kansalaisuus
Osoite	Postinumero	Postitoimipaikka	Maa (mikäli muu kuin Suomi)
Puhelinnumero	Sähköposti		
Verotusmaa	Pankki	Tilinumero (IBAN)	

☐ Merkittävällä ei ole eikä ole ollut liittymää Yhdysvaltoihin (esim. kansalaisuus, syntymäpaikka, työ- tai oleskelulupa, asuin- tai postiosoite, puhelinnumero, edustaja tai valtuutettu Yhdysvalloissa, vaikutus- tai määräysvalta Yhdysvaltoihin rekisteröidyssä tai Yhdysvaltain lain mukaisesti perustetussa yhteisössä, Yhdysvaltoihin liitännäisiä vaikutus- tai määräysvaltaisia henkilöitä tai edunsaajia tai muu näihin rinnasteinen liittymä Yhdysvaltoihin).

☐ Tietojani saa luovuttaa ja käyttää suoramarkkinointiin samassa konsernissa.

☐ Uusi osuudenomistaja

☐ Nykyinen osuudenomistaja

Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Alpha Trend

Merkintätili: NORDEA FI71 1740 3000 0076 55

☐ Minimimerkintä: 1 500 000 EUR

Merkintäsumma

Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Dynamic

☐ Osuusluokka A (min 20 000 €)

Merkintätili: NORDEA FI88 1740 3000 0044 39

☐ Osuusluokka B (min 100 000 €)

Merkintäsumma

☐ Osuusluokka C (min 1 000 000 €)

Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Freedom

☐ Osuusluokka A (min 20 000 €)

☐ Osuusluokka D (min 1 500 000 €)

Merkintätili: NORDEA FI43 1805 3000 0057 50

☐ Osuusluokka B (min 100 000 €)

☐ Osuusluokka E (min 300 000 €)

Merkintäsumma

☐ Osuusluokka C (min 500 000 €)

Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Presto

☐ Osuusluokka D (min 20 000 €)

☐ Osuusluokka F (min 1 500 000 €)

Merkintätili: NORDEA FI98 1805 3000 0006 86

☐ Osuusluokka E (min 200 000 €)

Merkintäsumma

☐ Osuusluokka C (min 500 000 €)

Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Resources

Merkintätili: NORDEA FI15 1740 3000 0083 72

☐ Minimimerkintä: 1 000 000 €

Merkintäsumma

Estlander & Partners Trend Index -sijoitusrahasto

Merkintätili: NORDEA FI90 1740 3000 0083 80

☐ Minimimerkintä: 1 000 000 €

Merkintäsumma



MERKITSEMINEN

Rahasto-osuuksia voi merkitä rahastoesitteessä mainittuina päivinä. Merkitäkurssi määräytyy merkintäpäivän arvon mukaan. Pyydämme Teitä maksaessanne ilmoittamaan maksun viestiosassa merkitsijän nimen, henkilö- tai y-tunnuksen sekä puhelinnumeron. Maksun vastaanottaja on Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy. Merkitsijä vakuuttaa, että hän on tutustunut rahastojen avaintietoesitteeseen, rahastoesitteeseen ja sääntöihin ja ymmärtänyt ja hyväksynyt niissä mainitut ehdot.

Merkintälomakkeen liitteineen voi toimittaa rahastoyhtiöön faksilla numeroon 020 7613 345, skannattuna sähköpostiosoitteeseen rahastomerkinta@estlanderpartners.fi tai postitse osoitteeseen Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy, Alatori 1 A, 65100 Vaasa.

HENKILÖASIAKAS

Henkilöasiakkaana tulee liittää merkintälomakkeen mukaan kopio henkilöllisyystodistuksesta. Myös henkilöasiakkaana puolesta toimivan henkilön on liitettävä kyseiset asiakirjat lomakkeeseen.

OIKEUSHENKILÖ

Oikeushenkilön tulee liittää merkintälomakkeen mukaan kaupparekisteriote tai vastaava, kopiot oikeushenkilön puolesta toimivan luonnollisen henkilön henkilöllisyystodistuksesta ja valtuutusta osoittavasta asiakirjasta (esim. hallituksen pöytäkirjasta tai valtakirjasta) sekä henkilötiedot kaikista henkilöistä, joilla on yli 25 % vaikutusvalta tai omistus yhtiössä.

SIJOITUSASIAINTUNTIJA

☐ Tietoja rahastosijoituksistani saa luovuttaa sijoituspalveluyhteistyökumppanilleni.

Yhtiön nimi	Välittäjän nimi
Rahastomerkintäni tulee suorittaa sijoitusvakuutukseni sisään nro.	
Vakuutusyhtiö, jonka kautta sijoitus tehdään*	

*Vakuutusyhtiö antaa merkintämääräyksen vielä erikseen. Vakuutusyhtiön merkintäpyynnön päivämäärä ratkaisee, milloin merkintä toteutetaan. Ymmärrän, ettei Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy ole vakuutuksen myyjä eikä tarjoaja, eikä näin ollen ole vastuussa vakuutuksestani tai vakuutukseni ehdoista.

ALLEKIRJOITUS

Aika ja paikka
Allekirjoitus ja nimenselvennys

ESTLANDER & PARTNERS RAHASTOYHTIÖ OY**ASIAKKAAN TUNTEMINEN JA LISÄTIEDOT VAROJEN ALKUPERÄSTÄ**ESTLANDER
& PARTNERS

Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy:llä on rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä annetun sääntelyn perusteella velvollisuus tuntea asiakkaansa ja selvittää sijoitustoimintaan käytettävien varojen alkuperä. Asiakkaita pyydetään täyttämään kaikki alla olevat kysymykset. Merkintälomakkeeseen on lisäksi liitettävä asiakkaan tunnistamiseksi tarvittavat asiakirjat.

YKSITYISHENKILÖT

Arvioidut ansio- ja pääomatulot vuodessa (brutto) <input type="checkbox"/> < 35 000 € <input type="checkbox"/> 35 000–100 000 € <input type="checkbox"/> > 100 000 €	Merkintään käytettävien varojen alkuperä <input type="checkbox"/> Palkkatulo <input type="checkbox"/> Lahja <input type="checkbox"/> Pääomatulo <input type="checkbox"/> Sijoitukset <input type="checkbox"/> Perintö <input type="checkbox"/> Muu, mikä (selvitä alle) _____ _____ _____ _____
Säännölliset taloudelliset sitoumukset vuodessa (esim. velan lyhennykset) <input type="checkbox"/> < 20 000 € <input type="checkbox"/> 20 000 – 50 000 € <input type="checkbox"/> > 50 000 €	
Nettovarallisuus (varat-velat) <input type="checkbox"/> < 0 € <input type="checkbox"/> 100 000 – 1 000 000 € <input type="checkbox"/> 0 – 10 000 € <input type="checkbox"/> > 1 000 000 € <input type="checkbox"/> 10 000 – 100 000 €	
Tehdäänkö merkintä jonkun muun tahon puolesta? <input type="checkbox"/> Ei <input type="checkbox"/> Kyllä, Nimi sekä henkilö- tai Y-tunnus: _____ _____	Merkinän tavoite ja tarkoitus <input type="checkbox"/> Yleinen sijoitustoiminta, tuoton tavoittelu <input type="checkbox"/> Jokin muu, mikä _____
Oletteko Te, perheenjäsenenne tai yhteistyökumppanne ollut poliittisesti vaikutusvaltainen henkilö edellisten 12 kk aikana? <input type="checkbox"/> Ei <input type="checkbox"/> Kyllä _____	

YRITYKSET JA MUUT YHTEISÖT

Yrityksen toimiala			
Liikevaihto	Tase	Oma pääoma	Liikevoitto/-tappio
Yrityksen/yhteisön puolesta toimivan henkilön nimi		Yrityksen/yhteisön puolesta toimivan henkilön henkilötunnus	
Merkintään käytettävien varojen alkuperä <input type="checkbox"/> Yritystoiminnan tuotot <input type="checkbox"/> Yrityksen kassavirta <input type="checkbox"/> Muu, mikä _____		Merkinän tavoite ja tarkoitus <input type="checkbox"/> Yleinen sijoitustoiminta <input type="checkbox"/> Jokin muu, mikä _____	
Tehdäänkö merkintä jonkun muun tahon puolesta? <input type="checkbox"/> Ei <input type="checkbox"/> Kyllä: Nimi sekä henkilö- tai Y-tunnus: _____			
Onko yrityksessä omistajia, joiden omistusosuus ja/tai äänioikeus ylittää suoraan tai välillisesti 25 %? <input type="checkbox"/> Ei <input type="checkbox"/> Kyllä:			
Nimi: _____		Henkilö- tai Y-tunnus: _____	
Nimi: _____		Henkilö- tai Y-tunnus: _____	
Osuus: _____		Osuus: _____	

Vakuutan, että allekirjoittamalla tämän merkintälomakkeen ja siten merkitsemällä rahasto-osuuksia, en riko kotimaani lakia tai sääntöjä. Vakuutan, että rahastoyhtiö voi luottaa annettuihin tietoihin ja hyväksyn, että rahastoyhtiö voi antaa minua koskevia tietoja viranomaisille, mikäli he niitä pyytävät. Ilmoitan rahastoyhtiölle viivytyksettä tietoihin tulevista muutoksista.

Paikka ja aika	Allekirjoitus	Nimenselvennys
----------------	---------------	----------------

Asiakkaan tunnistaminen: Yhtiön edustaja täyttää. Kopio tunnistamisasiakirjasta on liitettävä merkintälomakkeeseen

Tunnistamismenetelmä	Tunnistamisasiakirja	Suorittanut	Allekirjoitus
<input type="checkbox"/> 1. <input type="checkbox"/> 2.			

Liite 3: Merkintälomake Capman



Erikoissijoitusrahasto CapMan Nordic Property Income Fund MERKINTÄLOMAKE – YHTEISÖT

Rahasto on avoinna merkinnöille neljänä merkintäpäivänä vuodessa: maaliskuun, kesäkuun, syyskuun ja joulukuun viimeisenä pankkipäivänä. Rahasto-osuuksien merkintä tapahtuu toimittamalla täytetty ja allekirjoitettu merkintälomake sähköpostitse tai postitse CapMan Real Estate Oy:lle sekä maksamalla merkintäsumma rahaston merkintätilille. Merkintä on maksettava merkitsijän omalta tililtä ja tilisiirron viestikohdassa on ilmoitettava merkitsijän Y-tunnus. Tarkemmat ohjeet rahastomerkinnän tekemiseen löytyvät tämän merkintälomakkeen merkintäohjeet -osiosta.

Merkinnän kohteena oleva rahasto-osuussarja:

A-sarja	B-sarja	C-sarja	D-sarja	E-sarja
<input type="checkbox"/> FI4000281910	<input type="checkbox"/> FI4000281928	<input type="checkbox"/> FI4000281936	<input type="checkbox"/> FI4000281944	<input type="checkbox"/> FI4000281951
Minimimerkintä 50 000 €	Minimimerkintä 500 000 €	Minimimerkintä 1 500 000 €	Minimimerkintä 5 000 000 €	Minimimerkintä 10 000 000 €

Merkintäsumma _____ EUR

Kulloinkin voimassa oleva rahasto-osuussarjakohtainen merkintäpalkkio, joka vähennetään merkintäsummasta, sekä rahasto-osuussarjakohtaiset hallinnointi- ja lunastuspalkkiot ovat esillä kulloinkin voimassa olevissa avaintietoesitteissä sekä rahastoesitteessä.

Rahasto on tuotto-rahasto, joka jakaa vuosittain vähintään 75 % realisoituneesta tilikauden tuloksestaan rahasto-osuudenomistajilleen tuotto-osuuksina. Valitkaa yksi vaihtoehto seuraavista liittyen vuosittaisen tuotto-osuuden (vähennettynä ennakonpidätyksellä) maksamiseen.

- ☐ Tuotto-osuuksilla merkitään uusia rahasto-osuuksia, jollei rahasto-osuudenomistaja ilmoita toisin rahaston säännöissä määritellyllä tavalla osoitteeseen cmnpi@capman.com
- ☐ Tuotto-osuudet maksetaan rahasto-osuudenomistajan ilmoittamalle pankkitilille

Merkinnän tekijä: _____

Y-tunnus: _____

Tilinumero IBAN-muodossa: _____

- ☐ Sijoittajalla on kokemusta vastaavista sijoituksista seuraavasti ja hän näin ollen ymmärtää tuotteen ominaisuudet ja siihen liittyvät riskit:
- kokemus kiinteistösijoittamisesta _____ vuotta
 - kokemus rahastosijoittamisesta _____ vuotta
- ☐ Sijoittajalla ei ole aiempaa kokemusta vastaavista sijoituksista, mutta vakuuttaa tutustuneensa rahaston materiaaleihin ja ymmärtävänsä tuotteen ominaisuudet ja siihen liittyvät riskit.

Olen tutustunut rahaston rahastoesitteeseen, sääntöihin sekä avaintietoesitteeseen.

Paikka ja aika _____

Allekirjoitus ja nimenselvennys _____



CapMan Real Estate
Ludviginkatu 6, 00130 Helsinki
Tel +358 207 207 500

CapMan Group
Ludviginkatu 6, 00130 Helsinki
Tel +358 207 207 500



MERKINTÄOHJEET

- Ennen sijoituspäätöksen tekemistä pyydämme teitä tutustumaan Erikoissijoitusrahasto CapMan Nordic Property Income Fund -rahaston avaintietoesitteeseen, rahastoesitteeseen sekä rahaston sääntöihin, joissa on annettu tarkempia tietoja rahastosta kuten sijoitusstrategia, riskit, kulut sekä rahasto-osuussarjakohtaiset voimassa olevat palkkiot.
- Rahasto on avoinna merkinnöille neljänä merkintäpäivänä vuodessa: maaliskuun, kesäkuun, syyskuun ja joulukuun viimeisenä pankkipäivänä. Mikäli ette ole CapMan -konsernin aiempi asiakas tai tavanneet CapMan Real Estaten edustajaa ennen merkinnän tekemistä, ottakaa yhteys cmnpi@capman.com. Muutoin pyydämme täyttämään ja toimittamaan tämän merkintälomakkeen sekä kopion valtuutuksesta toimia yhteisön puolesta (esim. max 3 kk vanha ote kaupparekisteristä) sekä kopion valtuutetun henkilöllisyystodistuksesta CapMan Real Estate Oy:lle sähköpostitse osoitteeseen cmnpi@capman.com tai postitse osoitteeseen Ludviginkatu 6, 00130 Helsinki. Merkintäilmoituksen tulee olla CapMan Real Estate Oy:ssä viimeistään Merkintäpäivänä.
- Pyydämme maksamaan merkintälomakkeessa ilmoittamaanne merkintäsummaa vastaavan summan yhteisön pankkitililtä alla esitetylle rahaston merkintätilille. Tilisiirron yhteydessä merkitkää maksun saajaksi "CapMan Nordic Property Income Fund" ja viestikenttään yhteisön Y-tunnus. Merkintäsummasta veloitetaan kulloinkin voimassa oleva rahasto-osuussarjakohtainen merkintäpalkkio, joka on esitetty rahastoesitteessä ja rahasto-osuussarjakohtaisessa avaintietoesitteessä.

Merkintälomakkeiden vastaanottajan yhteystiedot

Postiosoite: Ludviginkatu 6, 00130 Helsinki
Sähköposti: cmnpi@capman.com

Rahaston merkintätili

Pankki: Danske Bank Oyj
Tilinumero: FI27 8421 6710 0064 47
Saaja: CapMan Nordic Property Income Fund
Viesti: Y-tunnus

Vaihtoehtorahaston hoitajan edustaja täyttää

Merkinnän vastaanottaja: _____

Päivämäärä ja kellonaika: _____

Yhteyshenkilö: _____

Palkkio: _____

Tunnistaminen: ☐ Passi ☐ Ajokortti ☐ Henkilökortti ☐ Aiempi asiakas

Tuotteen asianmukaisuus ei-ammattimaiselle sijoittajalle on tarkastettu: ☐



CapMan Real Estate
Ludviginkatu 6, 00130 Helsinki
Tel + 358 207 207 500

CapMan Group
Ludviginkatu 6, 00130 Helsinki
Tel + 358 207 207 500